ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 3

КОМПАНИИ С ГОСУЧАСТИЕМ

плюсы и минусы госкорпораций

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Компании с госучастием: плюсы и минусы госкорпораций

https://litres.ru/74748839
SelfPub; 2026

Аннотация

Государство — крупнейший акционер на российском рынке, и его решения влияют на доходность ваших вложений в банки, нефтегаз, энергетику, транспорт и связь. Эта книга объясняет, каково быть миноритарием рядом с государством. Вы узнаете, как устроена дивидендная политика госкомпаний, почему так важны директивы о выплате половины прибыли и когда их не соблюдают. Мы разберём конфликт интересов между государством и частными акционерами: социальные обязательства, крупные инвестиционные программы и разовые налоги. Отдельное внимание уделено приватизации, докапитализации и допэмиссиям. Вы научитесь понимать, когда государственное участие поддерживает компанию, а когда становится главным риском.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Акционер, которого нельзя уволить 5
Глава 2. Кто есть кто в государственном секторе 26
Глава 3. Как государство стало главным акционером 49
Глава 4. Зачем государству собственные компании 71
Глава 5. Сильные стороны государственного плеча 93
Конец ознакомительного фрагмента. 111

Виталий Гурьев
Компании с госучастием: плюсы и минусы госкорпораций

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Акционер, которого нельзя уволить

Конец апреля, Архангельск, кухня в панельной девятиэтажке недалеко от набережной Северной Двины. За окном ещё лежит серый подтаявший снег, а на плите посвистывает старый эмалированный чайник, который Галина Ивановна отказывается менять уже двадцать лет. Дарья прилетела из Санкт-Петербурга на длинные выходные, и после ужина отец, Анатолий Петрович, достаёт планшет с приложением брокера. Он хочет показать дочери, сколько принесли ему акции родного предприятия, где он проработал всю жизнь. На экране светится строчка «Беломорская энергокорпорация», сорок тысяч акций и сумма чуть больше миллиона двухсот тысяч рублей.

Анатолию Петровичу пятьдесят восемь лет, и тридцать четыре из них он отдал службе релейной защиты энергокорпорации. Он пришёл туда молодым инженером в 1992 году, когда зарплату задерживали по три месяца, а коллеги уходили торговать на рынок. Первые двенадцать тысяч акций он получил на льготной подписке для работников в 1994 году, когда предприятие акционировали, и тогда никто в цеху не понимал, что с этими бумагами делать. Остальные бумаги он докупал понемногу в 2000-е и 2010-е годы, потому что ве-

рил в свою компанию больше, чем в любой банк. Для него эти акции не просто вложение, а продолжение собственной биографии.

Дарья слушает отца с вежливой улыбкой, но внутри у неё всё сопротивляется. Ей двадцать девять лет, она работает аналитиком данных в логистической компании и третий год откладывает на брокерский счёт, где уже собралось около девятисот тысяч рублей. Почти половина её денег лежит в фонде на индекс Мосбиржи, ещё треть в облигациях федерального займа, остальное в акциях нескольких частных компаний, отчёты которых она прочитала от первой до последней страницы. Госкомпании Дарья обходит стороной принципиально. В её профессиональной среде принято считать, что государство как акционер непредсказуемо и в любой момент может решить, что деньги нужнее ему, а не каким-то мелким держателям акций.

Отодвинув чашку, Дарья спрашивает отца, понимает ли он, что настоящий хозяин этой компании не он и не она, а государство. По её словам, государство захочет и отменит дивиденды, захочет и введёт новый налог, а может и построить на деньги акционеров линию в тундру, которая никогда не окупится. Анатолий Петрович качает головой и отвечает фразой, которую Дарья слышала от него десятки раз. Он говорит, что государство своих не бросает, что предприятие пережило девяностые, дефолт, два кризиса и всё равно работает и платит. По его мнению, именно государственный

хозяин и спас компанию, когда частники вокруг разорялись.

Этот спор за кухонным столом в Архангельске на самом деле ведётся в тысячах семей по всей стране. Одни инвесторы видят в государственном участии гарантию надёжности, другие видят в нём главный риск. Обе стороны приводят убедительные примеры, обе бывают правы и обе ошибаются, когда превращают своё мнение в догму. Эта книга нужна для того, чтобы вы перестали выбирать между двумя крайностями и научились трезво взвешивать, что именно даёт и что отнимает государство как совладелец вашего бизнеса.

Чтобы понять, почему этот спор так важен, полезно оценить масштаб явления. Государство в России владеет крупнейшими компаниями в энергетике, нефтегазовой отрасли, транспорте, банковском секторе, связи, атомной промышленности и обороне. Точные оценки доли государства в экономике разнятся в зависимости от методики, но экономисты и профильные ведомства сходятся в том, что она очень велика и за последние два десятилетия выросла. На бирже картина похожая, потому что многие из самых дорогих и ликвидных бумаг принадлежат компаниям, где государство напрямую или через свои структуры держит контрольный пакет.

По оценкам участников рынка, на компании с государственным контролем приходится заметная доля капитализации российского рынка акций, и в разные годы её называли в диапазоне от трети до половины. Точная цифра меняется вместе с котировками, составом индекса и сделками по про-

даже или покупке пакетов, поэтому важнее не конкретный процент, а сам порядок величины. Это значит, что любой разговор о российском рынке акций неизбежно оказывается разговором и о государстве как акционере. Нельзя всерьёз инвестировать в Россию и при этом делать вид, что этой темы не существует.

Здесь Дарья сталкивается с первым неприятным для неё открытием. Она гордится тем, что не держит госкомпаний, но её фонд на индекс Мосбиржи покупает акции пропорционально их весу в индексе. Если в индексе много компаний с государственным контролем, то и в её фонде их много, причём ровно в той же пропорции. Получается, что Дарья, сама того не замечая, уже давно стала миноритарным акционером тех самых компаний, которых она старательно избегала при выборе отдельных бумаг.

Посчитать это несложно, если взять условные цифры. Допустим, в фонде Дарьи лежит четыреста пятьдесят тысяч рублей, а компании с государственным контролем занимают в индексе около сорока процентов. Тогда через фонд она владеет акциями госкомпаний примерно на сто восемьдесят тысяч рублей. Это больше, чем она вложила в любую отдельную частную компанию из своего портфеля, которые она так тщательно отбирала. Выходит, что самая крупная её позиция по факту — это корзина государственных компаний, о которой она ни разу всерьёз не задумывалась.

Такой парадокс встречается у многих начинающих инве-

сторов, которые выбирают пассивную стратегию из нежелания разбираться в отдельных компаниях. Покупая индекс, они покупают и всю его структуру, включая перекос в сторону определённых отраслей и определённых собственников. Это не плохо и не хорошо само по себе, но это стоит понимать. Если однажды государство примет решение, которое ударит по всем госкомпаниям сразу, например изменит подход к дивидендам или налогам, фонд на индекс почувствует это не меньше, чем портфель охотника за дивидендами.

Отец, услышав это, довольно усмехается, но и ему стоит задуматься. Его сорок тысяч акций одной компании составляют почти весь его биржевой капитал, и всё его благополучие в этой части зависит от решений, которые принимаются не в Архангельске и даже не на совете директоров. Дивиденды, тарифы, инвестиционная программа, допэмиссии и возможная продажа части государственного пакета определяются в кабинетах министерств и правительства. Анатолий Петрович привык думать о себе как о совладельце предприятия, но на деле он миноритарий с долей в две тысячных процента рядом с хозяином, владеющим шестьюдесятью двумя процентами.

Тема госкомпаний касается почти каждого частного инвестора в России, даже того, кто никогда не открывал их отчётов. Держатель пенсионных накоплений, владелец паёв фонда на индекс, покупатель облигаций для финансовой подушки — все они так или иначе связаны с государственными

компаниями. Даже вкладчик, который вообще не заходит на биржу, держит деньги в банках, среди которых крупнейшие принадлежат государству. Поэтому понимание логики государства-собственника полезно не только тем, кто сознательно покупает акции госкомпаний, но и всем, кто хочет понимать, что происходит с его деньгами.

Чтобы разобраться в этих отношениях, удобно представить себе обычный многоквартирный дом. В этом доме сто квартир, и шестьдесят две из них принадлежат одному владельцу — городской администрации. Остальные тридцать восемь квартир купили частные люди, среди которых и вы со своей однокомнатной квартирой на пятом этаже. Всё бы ничего, но у этого дома есть особенность, которая делает его совсем не похожим на соседние дома.

Администрация, владеющая большинством квартир, одновременно выполняет роль управляющей компании дома и утверждает тарифы на его обслуживание. Она решает, сколько тратить на ремонт крыши и лифтов, кого нанимать дворником и сколько платить жильцам с доходов от аренды подвала. Она же устанавливает, по какой цене дом продаёт тепло соседнему детскому саду, и может попросить сделать это почти даром, потому что садик тоже её. Иногда администрация решает, что дому пора построить детскую площадку для всего района за счёт общих денег, и голосует за это своими шестьюдесятью двумя голосами.

У такого соседства есть очевидные плюсы, которые труд-

но переоценить. Дом никогда не останется без отопления, потому что администрация не допустит скандала, и в случае серьёзной аварии деньги на ремонт найдутся. Банк охотнее даст дому кредит под низкий процент, ведь за ним стоит город. Никакой ловкий делец не сможет скупить квартиры и выселить жильцов, а соседние дома не переманят у вас управляющего. Ваша квартира стоит в надёжном доме с хорошим фундаментом и гарантированным будущим.

Минусы тоже видны сразу, если присмотреться. Ваш голос на собрании жильцов почти ничего не значит, потому что администрация всегда может перевесить всех частных собственников вместе взятых. Доход от сдачи подвала в аренду она может направить на нужды района, а не разделить между жильцами. Если городу понадобятся деньги, он может ввести особый сбор с вашего дома, и вы не сможете возразить. Вы владеете квартирой, но правила жизни в доме устанавливает не собрание собственников, а сосед, который одновременно и собственник, и управляющий, и законодатель.

Этот образ дома с главным соседом-администрацией будет полезен на протяжении всей книги. Каждый раз, когда вы будете читать о дивидендной политике госкомпании, о её инвестиционных проектах или о новом налоге, вспоминайте, что у вашего главного соседа несколько ролей одновременно. Иногда эти роли помогают вам, иногда мешают, и задача разумного инвестора — понять, какая роль победит в конкретной ситуации. Квартира в таком доме может быть отличной

покупкой, если цена учитывает все особенности соседства.

Вокруг государственного участия сложились два устойчивых мифа, и наши герои олицетворяют их почти идеально. Первый миф звучит как «государство не бросит», и в нём есть правда: крупные госкомпании действительно крайне редко разоряются, а в тяжёлые времена получают поддержку. Ошибка начинается там, где из этого делают вывод, что и акционеру ничего не грозит. Государство спасает компанию как предприятие, как работодателя и как часть инфраструктуры, но это совсем не обязательно означает спасение капитала миноритариев, которые купили акции по высокой цене.

Анатолий Петрович помнит, что компания пережила все кризисы, но плохо помнит, сколько стоили её акции в каждый из этих моментов. Если бы он внимательно посмотрел на историю котировок, то увидел бы периоды, когда бумаги теряли больше половины стоимости и восстанавливались годами. Предприятие продолжало работать, люди получали зарплату, свет горел в домах, а держатели акций тем временем переживали долгие годы убытков. Выживание компании и доходность её акций — две разные вещи, и путать их опасно.

Простой пример показывает, насколько велика эта разница. Допустим, инвестор купил акции надёжной госкомпании на пике по сорок рублей, а через год они стоили восемнадцать рублей, то есть упали на пятьдесят пять процентов.

Чтобы вернуться к сорока рублям, бумаге нужно вырасти более чем вдвое, а если рост будет идти по десять процентов в год, на это уйдёт больше восьми лет. Всё это время компания может исправно работать, платить зарплаты и даже дивиденды, но капитал инвестора будет находиться в минусе. Государство не бросило предприятие, но никто и не обещал сохранить цену, по которой вы вошли.

Есть и другая сторона того же мифа. Поддержка государства в трудную минуту нередко приходит в такой форме, которая выгодна предприятию, но невыгодна старым акционерам. Если компании нужны деньги, государство может внести их в капитал через выпуск новых акций по низкой цене, и доля прежних владельцев сократится. Подробно о таких историях мы поговорим в четырнадцатой главе, а пока достаточно запомнить, что спасение компании и спасение вашей доли в ней — это не синонимы.

Второй миф звучит как «государство всё отнимет», и в нём тоже есть доля истины. История российского рынка знает случаи, когда государство отменяло ожидаемые дивиденды, вводило разовые налоги, проводило допэмиссии с размытием доли частных акционеров и принимало решения в пользу бюджета или потребителей, а не держателей акций. Дарья читала о таких историях и сделала вывод, что с государством лучше не связываться совсем. Её ошибка зеркальна ошибке отца: она видит только риски и не замечает, что многие госкомпании годами платили щедрые дивиден-

ды и приносили своим акционерам вполне достойную доходность.

Правда, как обычно, лежит между двумя мифами, но не посередине, а в конкретике. В одни годы и в одних компаниях государство вело себя как дисциплинированный акционер, заинтересованный в дивидендах и росте капитализации. В другие годы и в других компаниях оно ставило на первое место социальные задачи, инфраструктурные проекты или пополнение бюджета любым способом. Ваша задача — научиться различать эти ситуации заранее, по признакам, которые видны в документах, решениях и цифрах, о чём и пойдёт речь в следующих главах.

Полезно представить, кто вообще покупает акции госкомпаний, потому что мотивы этих людей очень разные. Первый тип — охотник за дивидендами. Его привлекает высокая дивидендная доходность, которую многие госкомпании обеспечивают благодаря правительственным директивам о выплате части прибыли. Такой инвестор внимательно следит за решениями советов директоров и календарём отсечек и часто разочаровывается, когда директиву не исполняют.

Типичная ошибка охотника за дивидендами — смотреть на прошлогоднюю дивидендную доходность как на гарантированную. Если в прошлом году компания заплатила три с половиной рубля на акцию при цене тридцать рублей, это не значит, что в следующем году будет столько же. Решение каждый раз принимается заново, и в нём участвуют интере-

сы, о которых охотник за дивидендами часто не задумывается.

Вторая его ошибка связана с тем, что он покупает бумагу незадолго до отсечки ради одной выплаты. Допустим, он вкладывает триста тысяч рублей в акции по тридцать рублей и рассчитывает на дивиденд в три с половиной рубля, то есть на тридцать пять тысяч рублей. После уплаты налога по ставке тринадцать процентов на руки придёт около тридцати тысяч четырёхсот пятидесяти рублей. На следующий день после отсечки цена акций обычно снижается примерно на размер дивиденда, и если она упадёт до двадцати шести с половиной рублей, бумажный убыток составит те же тридцать пять тысяч. Получается, что охотник заплатил налог, а его капитал в моменте не вырос, и выигрыш появится, только если цена со временем восстановится.

Второй тип — сотрудник с акциями, как Анатолий Петрович. Он знает свою компанию изнутри, видит, как работают подстанции, как строятся новые линии и как сокращаются аварии. Его сила — понимание бизнеса, а слабость — эмоциональная привязанность и чрезмерная концентрация капитала в одной бумаге. Кроме того, такой человек дважды зависит от одной компании: от неё приходит и зарплата, и доход на капитал, поэтому неудача предприятия ударит по нему с двух сторон одновременно.

Третий тип — осторожный пенсионер, который покупает акции госкомпаний, потому что считает их самыми надёж-

ными на рынке. Он рассуждает примерно так: частная компания может обанкротиться, её владелец может сбежать за границу, а государство никуда не денется. Логика понятная, но такой инвестор часто путает надёжность облигаций с надёжностью акций. Для него эта книга будет особенно полезна в главе об облигациях госкомпаний, где мы разберём, кому на самом деле достаются плюсы государственной поддержки.

Четвёртый тип — спекулянт на новостях. Он покупает и продаёт бумаги госкомпаний в ожидании решений о дивидендах, приватизации, налогах или тарифах, пытаясь угадать реакцию рынка раньше других. Иногда ему везёт, но чаще он оказывается в роли догоняющего, потому что информация о решениях государства распространяется неравномерно. Эта книга не научит вас угадывать новости, но поможет понять, какие решения возможны и как они влияют на стоимость компании в долгосрочной перспективе.

Возможно, вы узнали себя в одном из этих портретов, а может быть, в нескольких сразу. Многие начинающие инвесторы сочетают в себе черты охотника за дивидендами и осторожного пенсионера, даже если им двадцать пять лет. Кто-то работает в госкомпании и, как Анатолий Петрович, держит её акции из лояльности. Кто-то пришёл на рынок недавно и, как Дарья, относится к государству с подозрением, но всё равно владеет его компаниями через фонды.

Теперь пора познакомиться с компанией, которая будет сопровождать нас на протяжении всей книги. «Беломорская

энергокорпорация» — условное предприятие, придуманное для иллюстрации, и все её цифры вымышлены, хотя устроены так, как устроены настоящие компании этого типа. Корпорация владеет тепловыми электростанциями и несколькими малыми гидроэлектростанциями, а также распределительными сетями в нескольких северных регионах. Её акционировали в 1993–1994 годах, и с тех пор федеральный пакет в шестьдесят два процента находится под управлением государства. Остальные тридцать восемь процентов обращаются на бирже и принадлежат фондам, частным инвесторам и сотрудникам вроде Анатолия Петровича.

У компании два миллиарда акций, и в начале 2026 года каждая стоит около тридцати рублей, так что вся корпорация оценивается рынком примерно в шестьдесят миллиардов рублей. Выручка за 2025 год составила сто двадцать миллиардов рублей, из которых около пятидесяти миллиардов приносят электросети, а остальное — производство и продажа электроэнергии и тепла. Чистая прибыль по международным стандартам отчётности составила двенадцать миллиардов рублей, то есть шесть рублей на одну акцию. Рынок оценивает компанию примерно в пять годовых прибылей, и это заметно дешевле частных компаний той же отрасли.

Почему рынок готов платить за государственную энергокорпорацию меньше, чем за частную, — один из главных вопросов этой книги. Ответ складывается из многих факторов: дивидендной политики, инвестиционных обязательств,

тарифного регулирования, риска разовых изъятий, качества управления и ожиданий насчёт будущих решений государства. Мы будем возвращаться к «Беломорской энергокорпорации» в каждой главе, где её цифры помогут увидеть, как абстрактные решения превращаются в конкретные рубли на счёте Анатолия Петровича. Цифры компании везде будут согласованы, так что вы сможете проверять расчёты от главы к главе.

Анатолий Петрович и Дарья тоже будут появляться почти в каждой главе. Отец будет приносить в наш разговор знание предприятия изнутри и доверие к государству, дочь — аналитический скепсис и привычку искать подвох. Иногда прав окажется он, иногда она, а чаще всего каждый будет прав наполовину. Их спор поможет вам увидеть обе стороны любого вопроса и выработать собственное взвешенное мнение.

Прежде чем двигаться дальше, важно точно определить, кем является частный инвестор в компании с госучастием. Он миноритарный акционер, то есть владелец доли, которая не даёт контроля над решениями. Закон об акционерных обществах даёт ему определённые права: получать информацию, участвовать в собраниях, голосовать, получать дивиденды, если их объявили, и в некоторых случаях требовать выкупа своих акций. Подробно об этих правах и о том, как ими пользоваться на практике, мы поговорим в девятой главе.

Миноритарий в госкомпании похож на младшего партнё-

ра в семейном бизнесе, где старший партнёр — очень богатый и влиятельный родственник со своими планами. Младший партнёр вправе рассчитывать на честное отношение, на свою долю прибыли и на информацию о делах. Он не вправе рассчитывать на то, что старший партнёр будет принимать решения исключительно в его интересах. Разумный младший партнёр заранее выясняет, каковы цели старшего, как он поступал в прошлом и какие обязательства на себя взял, и только после этого решает, сколько денег вложить в общее дело.

Чего же миноритарий вправе ждать от государства как старшего партнёра? Прежде всего предсказуемости, то есть понятных и публичных правил, которые не меняются каждый год. Затем соблюдения закона об акционерных обществах и равного отношения ко всем владельцам акций одной категории. Наконец, раскрытия информации, достаточного для того, чтобы оценивать бизнес. Всё остальное, включая высокие дивиденды и рост котировок, не обещано никем, и рассчитывать на это можно только после тщательного анализа.

Многие споры о госкомпаниях заходят в тупик, потому что ставят вопрос в неправильной форме. Люди спорят, хорошо или плохо, когда государство владеет компанией, словно существует единственный правильный ответ для всех случаев. Опытный инвестор задаёт другой вопрос: за какую цену я готов купить долю в бизнесе с такими особенностями?

Любой бизнес имеет недостатки, и у госкомпаний они вполне определённые, но если цена достаточно низкая, недостатки могут быть с запасом компенсированы.

Вернёмся к нашему дому с главным соседом-администрацией. Квартира в таком доме не может стоить столько же, сколько аналогичная квартира в доме, где все соседи равны и решения принимаются честным голосованием. Покупатель, понимающий особенности дома, потребует скидку за то, что его голос мало что значит, а доходы от аренды подвала могут уйти на нужды района. Если скидка достаточно велика, покупка может оказаться очень выгодной, ведь дом надёжен, ухожен и никогда не останется без отопления. Если скидки нет или она мала, покупатель переплачивает за надёжность, которая к тому же не всегда работает в его пользу.

Допустим, вы выбираете между двумя одинаковыми энергетическими компаниями, одна из которых государственная, а другая частная. Обе зарабатывают по шесть рублей на акцию, но частная стоит сорок два рубля, то есть семь годовых прибылей, а государственная тридцать рублей, то есть пять прибылей. Если вложить триста тысяч рублей в государственную компанию, вы получите десять тысяч акций и долю в прибыли в шестьдесят тысяч рублей в год. Те же триста тысяч рублей в частной компании купят около семи тысяч ста сорока трёх акций с долей в прибыли около сорока двух тысяч девятисот рублей. Разница в семнадцать с лишним тысяч рублей в год и есть плата рынка за риски государ-

ственного участия, и вопрос в том, достаточна ли она.

Именно этот вопрос мы будем решать на протяжении всей книги. Чтобы на него ответить, нужно понимать, какие риски несёт государственное участие, какова их вероятность и какой ущерб они могут нанести. Нужно также понимать, какие преимущества даёт государственный акционер и насколько они полезны именно для держателя акций, а не для кредиторов, сотрудников или потребителей. Только сложив все плюсы и минусы, можно понять, оправдан ли дисконт к частным компаниям или он лишь отражает реальное положение вещей.

Есть и ещё одна важная мысль, которая отличает зрелого инвестора от новичка. Государство не является монолитом с единой волей, хотя со стороны оно может так выглядеть. Внутри него есть разные ведомства с разными интересами: одни отвечают за бюджет и хотят больших дивидендов, другие отвечают за отрасль и хотят больших инвестиций, третьи отвечают за цены для населения и хотят низких тарифов. Решение по конкретной компании часто становится результатом борьбы этих интересов, и понимание того, кто в этой борьбе побеждает, даёт инвестору заметное преимущество.

Анатолий Петрович слушает эти рассуждения дочери с интересом, хотя и не сдаётся. Он говорит, что за тридцать четыре года на предприятии видел пять разных генеральных директоров, три смены собственника внутри государственной системы и две крупные реорганизации, и каждый раз

компания выживала. Дарья возражает, что выживала компания, а не обязательно деньги её акционеров, и предлагает отцу проверить, какую доходность принесли его первые двенадцать тысяч акций за тридцать лет с учётом инфляции. Они договариваются, что разберутся в этом вместе, и этот разговор станет началом их общего путешествия по книге.

Маршрут нашего путешествия выстроен от общего к частному и от понимания к действиям. Во второй главе мы разберёмся, какие бывают формы государственного участия и почему акции одних государственных структур можно купить на бирже, а других не существует вовсе. В третьей главе посмотрим, как государство стало крупнейшим акционером страны, а в четвёртой — зачем ему вообще собственные компании. Пятая и шестая главы посвящены сильным и слабым сторонам государственного участия, и это сердце книги, где плюсы и минусы будут разложены по полочкам.

Затем мы перейдём к деньгам, которые миноритарий может получить или потерять. Седьмая и восьмая главы рассказывают о дивидендах по директивам и о том, почему директивы иногда не исполняются. Девятая и десятая главы посвящены конфликту интересов и корпоративному управлению. С одиннадцатой по шестнадцатую главу мы разберём тарифы, разовые налоги, инвестиционные программы, допэмиссии, приватизацию и народные размещения, то есть все основные механизмы, через которые решения государства влияют на стоимость ваших акций.

В заключительной части книги речь пойдёт об облигациях госкомпаний, о зарубежном опыте, об оценке госкомпаний и составлении портфеля. Последняя глава посвящена будущему государственного капитализма и вашему личному маршруту инвестора. К концу книги вы сможете посмотреть на любую компанию с государственным участием и ответить на главный вопрос: какую премию за риск вы требуете и получаете ли её при текущей цене.

Эта книга — третья в серии «Инвестиции по отраслям», и она опирается на две предыдущие. В первой книге серии подробно разобраны отчётность компаний, мультипликаторы, свободный денежный поток и модель дисконтированных денежных потоков, поэтому здесь мы будем пользоваться этими инструментами без повторного объяснения. Во второй книге серии рассказано о стоимостном инвестировании и запасе прочности, и эти понятия нам тоже пригодятся. Следующие книги серии посвящены отдельным отраслям, и во многих из них госкомпании будут играть главную роль, поэтому знания из этой книги станут основой для понимания банков, нефтегаза, энергетики, транспорта и связи.

Если вы не читали предыдущих книг, ничего страшного не произойдёт, потому что каждое понятие, которое мы будем использовать, вы сможете найти в соответствующей книге серии. Главное, что потребуется от вас здесь, — готовность смотреть на компанию не только как на набор цифр, но и как на поле, где сталкиваются интересы разных участ-

ников. Госкомпании особенно хорошо учат этому взгляду, потому что у них заинтересованных сторон больше, чем у любого частного бизнеса.

Стоит сказать и о том, чего в этой книге не будет. Здесь вы не найдёте рекомендаций купить или продать конкретные акции, потому что такие рекомендации устаревают быстрее, чем книга доходит до читателя, и потому что решение всегда зависит от вашей личной ситуации. Вы не найдёте и политических оценок, ведь наша задача — экономическая: понять, как решения государства-собственника отражаются на деньгах инвестора. Все конкретные цифры условных компаний вымышлены, а нормы законодательства изложены на момент написания и могут измениться, поэтому перед любым решением стоит сверяться с актуальными документами.

Вечер на кухне в Архангельске заканчивается без победителя. Анатолий Петрович остаётся при своём убеждении, что государство — надёжный хозяин, а Дарья при своём, что государство — непредсказуемый партнёр. Однако оба соглашаются, что их убеждения пока основаны больше на чувствах, чем на знаниях. Дарья обещает разобраться, какие вообще бывают государственные компании и почему одни из них торгуются на бирже, а другие нет, ведь накануне она пыталась найти акции одной известной госкорпорации и потерпела неудачу.

Государство — крупнейший акционер российского рынка, и через фонды на индекс, пенсионные накопления и бан-

ковские вклады с ним связан почти каждый частный инвестор. Отношения миноритария с государством напоминают жизнь в доме, где главный сосед одновременно владеет большинством квартир, управляет домом и устанавливает тарифы. Два популярных мифа, «государство не бросит» и «государство всё отнимет», одинаково опасны, потому что подменяют анализ эмоциями. Правильный вопрос звучит не «хорошо или плохо», а «за какую цену», и чтобы на него ответить, нужно разобраться в устройстве государственного сектора, с чего мы и начнём во второй главе.

Глава 2. Кто есть кто в государственном секторе

Вернувшись в Санкт-Петербург, Дарья решает провести небольшой эксперимент. В воскресенье вечером она открывает приложение брокера и вбивает в строку поиска название известной государственной корпорации из атомной отрасли, о которой постоянно пишут в новостях. Приложение задумывается и выдаёт пустой результат, а потом предлагает облигации нескольких компаний с похожими словами в названии. Дарья пробует другую госкорпорацию, на этот раз из сферы промышленных технологий, и снова ничего не находит. Она пишет отцу в мессенджере, что, кажется, самые известные государственные гиганты на бирже вообще не торгуются, и спрашивает, знал ли он об этом.

Анатолий Петрович отвечает не сразу, потому что сам не уверен. Он всю жизнь называл свою энергокорпорацию «государственной корпорацией», а её акции спокойно лежат у него на брокерском счёте. Значит, рассуждает он, и другие госкорпорации должны продаваться, просто брокер у дочери какой-то не такой. Через час он перезванивает и признаётся, что запутался, и они вместе начинают разбираться в том, что на самом деле скрывается за привычными словами.

Путаница возникает потому, что в повседневной речи

словом «госкорпорация» называют почти любую крупную компанию, связанную с государством. Так говорят журналисты, так говорят чиновники в интервью, так говорит и само название этой книги, ведь оно обращено к обычному читателю. В законе же государственная корпорация — это вполне определённая организационная форма, и у неё нет ничего общего с акционерным обществом. Для инвестора различие между этими формами принципиально, потому что от него зависит, можно ли вообще стать совладельцем организации.

Начнём с государственной корпорации в строгом юридическом смысле. Это некоммерческая организация, которую учреждает Российская Федерация на основе имущественного взноса, и создаётся она для выполнения социальных, управленческих или иных общественно полезных функций. Основы такой формы закреплены в законе о некоммерческих организациях, а каждая конкретная госкорпорация создаётся отдельным федеральным законом, где прописаны её цели, полномочия, органы управления и порядок отчётности. Имущество, переданное государственной корпорации, становится её собственностью, но у неё нет участников, которые могли бы претендовать на долю.

Отсюда главный для инвестора вывод: у государственной корпорации нет акций и нет акционеров. Купить долю в ней нельзя ни на бирже, ни вне биржи, потому что такой доли просто не существует. Госкорпорация не выплачивает дивиденды в привычном смысле, её прибыль направляется на

уставные цели, и отчитывается она перед правительством и президентом, а не перед собранием собственников. Если вы хотите заработать на её деятельности, вам доступны только облигации, которые выпускает она сама или её дочерние общества, а также акции тех её дочерних компаний, которые обращаются на бирже.

Почему государство выбирает для крупных структур именно некоммерческую форму без акций? Госкорпорация позволяет объединить под одним управлением множество предприятий, бюджетные средства и государственные функции, например регулирование отрасли, управление государственными программами или представление интересов страны за рубежом. Акционерное общество для таких задач подходит хуже, потому что оно ориентировано на прибыль и обязано учитывать интересы всех акционеров. Госкорпорации же отвечают за выполнение задач, поставленных государством, и их успех измеряется не капитализацией, а достижением целей программ.

Для инвестора это означает, что финансовые показатели госкорпорации нужно читать иначе. Она публикует годовые отчёты и бухгалтерскую отчётность, а её крупные структуры часто составляют консолидированную отчётность, но прибыль здесь не главный ориентир. Важнее понять, насколько устойчивы её денежные потоки, как велики обязательства и какую поддержку она получает из бюджета. Именно эти вопросы задаёт себе покупатель её облигаций, и о том, как он

на них отвечает, мы поговорим в семнадцатой главе.

В середине 2000-х годов в России появилось несколько крупных госкорпораций в атомной промышленности, в сфере промышленных технологий и оборонного производства, в области развития и внешнеэкономической деятельности, в нанотехнологиях, позже в космической отрасли. Каждая из них объединила под своим крылом десятки, а иногда и сотни предприятий. Многие из этих предприятий имеют форму акционерных обществ, и некоторые из них торгуются на бирже. Именно поэтому Дарья не нашла акций самих госкорпораций, но могла бы найти акции отдельных заводов или холдингов, которые этим госкорпорациям принадлежат.

Рядом с госкорпорацией стоит ещё одна некоммерческая форма — государственная компания. Она появилась в законе в 2009 году, когда понадобилась организация для управления федеральными платными автомобильными дорогами. Государственная компания тоже не имеет акций и участников, создаётся на основе имущественного взноса государства и служит для оказания государственных услуг на основе доверительного управления государственным имуществом. Для инвестора она интересна только как эмитент облигаций, которые иногда выходят на рынок для финансирования дорожного строительства.

Третья форма, которую важно знать, — государственное или муниципальное унитарное предприятие. Унитарным его называют потому, что имущество такого предприятия неде-

лимо и не распределяется по вкладам или паям. Оно принадлежит государству или муниципалитету, а само предприятие владеет им лишь на праве хозяйственного ведения или оперативного управления. Такие предприятия часто управляют городским транспортом, водопроводом, теплосетями, аптеками, типографиями и множеством других хозяйств. Акций у них тоже нет, и стать их совладельцем частный инвестор не может.

Закон конца 2019 года обязал постепенно ликвидировать или реорганизовать унитарные предприятия, работающие на конкурентных рынках, и многие из них превратились в акционерные общества или были закрыты. Логика законодателя состояла в том, что унитарная форма плохо приспособлена для конкуренции и создаёт неравные условия для частного бизнеса. Для инвестора у этой реформы есть любопытное следствие: часть бывших унитарных предприятий стала акционерными обществами со стопроцентным государственным или муниципальным участием, и теоретически в будущем их акции могут быть проданы частным владельцам. Сроки и детали этой реформы менялись, поэтому за актуальным состоянием лучше следить по официальным источникам.

Теперь перейдём к тому, что действительно интересует частного инвестора, — к акционерным обществам с государственным участием. Это обычные коммерческие компании, такие же, как частные, с уставным капиталом, разделённым

на акции, с общим собранием, советом директоров и исполнительным органом. Разница лишь в том, что значительная часть акций принадлежит государству напрямую или через подконтрольные ему структуры. Именно такие компании и продаются на бирже, и именно к ним относится «Беломорская энергокорпорация» Анатолия Петровича.

Компании с государственным участием различаются по размеру доли, которая находится у государства, и это различие очень важно. Если у государства сто процентов акций, компания на бирже не торгуется, хотя может выпускать облигации и иногда готовиться к продаже части акций.

Стопроцентные государственные акционерные общества встречаются среди крупнейших компаний страны, например в железнодорожном транспорте, почтовой связи или авиастроении. Для частного инвестора они остаются закрытыми, пока государство не решит продать часть акций, но их облигации нередко входят в число самых надёжных корпоративных бумаг на рынке. Иногда такие компании годами обсуждают возможный выход на биржу, и сама эта перспектива становится поводом для спекуляций. Разумнее относиться к таким разговорам спокойно, ведь между обсуждением и реальной продажей акций обычно проходят годы, а иногда продажа так и не происходит.

Если у государства больше половины голосов, у него контрольный пакет, и оно единолично избирает большинство совета директоров и принимает решения, для которых до-

статочно простого большинства. Если доля превышает три четверти, государство может в одиночку принимать и самые важные решения, такие как изменение устава, реорганизация или ликвидация.

Отдельного внимания заслуживает блокирующий пакет, то есть доля больше двадцати пяти процентов. Владелец такого пакета не может сам провести решение, требующее трёх четвертей голосов, но может его заблокировать. Государство иногда сохраняет за собой именно блокирующую долю, когда продаёт контроль частным инвесторам, но хочет оставить возможность остановить нежелательную реорганизацию или продажу ключевых активов. Наконец, бывают компании, где у государства небольшой миноритарный пакет, оставшийся после приватизации или полученный в результате сделок, и там его влияние сопоставимо с влиянием других крупных акционеров.

Для миноритария самая распространённая ситуация — компания, где у государства контроль, но не сто процентов. Именно в таких компаниях и разворачиваются все сюжеты этой книги: дивиденды по директивам, конфликты интересов, допэмиссии, приватизация.

В «Беломорской энергокорпорации» у государства шестьдесят два процента, и это классический контрольный пакет. Государство избирает большинство совета директоров, утверждает дивиденды и одобряет большинство сделок. Формально до трёх четвертей от всех акций ему не хватает

тринадцати процентов, и может показаться, что для изменения устава или реорганизации ему обязательно нужна поддержка части миноритариев. На деле всё устроено тоньше, и эта тонкость очень важна для понимания реальной силы мелких акционеров.

Здесь у Анатолия Петровича возникает естественный вопрос. Если для важнейших решений государству не хватает голосов, может быть, миноритарии в его компании обладают реальной силой? Ответ кроется в том, как закон об акционерных обществах считает голоса. Квалифицированное большинство в три четверти определяется не от всех акций компании, а от голосов акционеров, которые приняли участие в собрании. Кворум же собрания считается состоявшимся, если в нём участвуют владельцы больше половины голосующих акций, а у государства их шестьдесят два процента, так что кворум есть всегда.

Посчитаем, что это означает на практике. Допустим, из тридцати восьми процентов акций в свободном обращении в собрании участвуют только держатели восьми процентов, а остальные тридцать процентов принадлежат людям, которые не голосуют. Тогда в собрании участвуют семьдесят процентов голосов, из которых шестьдесят два принадлежат государству, то есть около восьмидесяти девяти процентов участвующих. Это намного больше трёх четвертей, и государство проведёт любое решение, даже если все пришедшие миноритарии проголосуют против.

Чтобы заблокировать решение, миноритариям нужно, чтобы голоса против составили больше четверти от участвующих в собрании. Если государство голосует своими шестьюдесятью двумя процентами за, против должны проголосовать держатели больше двадцати с небольшим процентов от всех акций компании, а это больше половины всего свободного обращения. Значит, почти все крупные фонды и значительная часть активных частных инвесторов обязаны объединиться и прийти на собрание. Такое случается крайне редко, хотя и не невозможно, и обычно требует громкого публичного конфликта.

Отсюда простой практический вывод, который часто упускают. Низкая явка миноритариев на собрания фактически увеличивает силу контролирующего акционера, и пакет в шестьдесят процентов на практике может работать как пакет в три четверти. Каждый частный инвестор, который не голосует, молча отдаёт свой голос большинству. Это не призыв ходить на каждое собрание, но напоминание о том, что право голоса имеет цену только тогда, когда им пользуются.

Ещё одна важная тема — разница между прямым и косвенным владением. В «Беломорской энергокорпорации» государство владеет пакетом напрямую, через федеральное агентство, которое управляет государственным имуществом. Многие крупные компании устроены сложнее: их акции принадлежат государственным холдингам, госбанкам или госкорпорациям, а те, в свою очередь, принадлежат го-

сударству. Получается цепочка из нескольких звеньев, и на конце этой цепочки находится тот же единственный конечный собственник.

Возьмём условный пример, чтобы увидеть, как работает такая цепочка. Допустим, государству принадлежит сто процентов промышленного холдинга, который владеет шестьюдесятью процентами машиностроительной компании, а та держит пятьдесят один процент акций завода, обращающихся на бирже. Экономическая доля государства в этом заводе равна произведению долей по цепочке, то есть шестьдесят процентов умножить на пятьдесят один процент, что даёт около тридцати одного процента. Однако контроль над заводом у государства полный, потому что на каждом уровне цепочки у него большинство голосов.

Разница между экономической долей и контролем имеет практическое значение. Дивиденды, которые платит завод, распределяются по ступенькам вниз и вверх по цепочке, и до бюджета доходит лишь часть из них. Если завод заплатит сто рублей дивидендов, машиностроительная компания получит пятьдесят один рубль, из которых государственный холдинг получит около тридцати одного рубля, если машиностроительная компания перечислит всю полученную сумму дальше. Остальные деньги достанутся миноритариям на разных уровнях, и государство может быть менее заинтересовано в дивидендах на нижних уровнях цепочки, чем в компаниях, которыми владеет напрямую.

Такие цепочки иногда называют системой «дочек» и «внучек», и они встречаются во многих отраслях. В энергетике сетевые холдинги владеют региональными сетевыми компаниями, в машиностроении госкорпорации владеют холдингами, а те — отдельными заводами. В финансовом секторе госбанки владеют страховщиками, лизинговыми компаниями и управляющими компаниями. Инвестору, который покупает акции на нижнем уровне цепочки, полезно понимать, что его компания может служить источником денег для материнской структуры или, наоборот, получать от неё поддержку.

Бывает, что государство владеет пакетом через специальные фонды. Например, в 2020 году контрольный пакет крупнейшего банка страны перешёл от Банка России к правительству, и средства на эту покупку были взяты из фонда национального благосостояния. Для акционеров банка формально изменился лишь непосредственный владелец контрольного пакета, но за этим стояла логика разделения ролей: регулятор банковской системы не должен одновременно быть собственником крупнейшего банка. Этот пример хорошо показывает, что внутри государства пакеты могут перемещаться между разными структурами, и это иногда меняет приоритеты собственника.

Кто же конкретно распоряжается государственными пакетами? Верховную роль играет правительство, которое определяет общую политику управления государственным иму-

ществом, утверждает директивы по ключевым вопросам и принимает решения о продаже пакетов. Непосредственно функции акционера в большинстве компаний выполняет федеральное агентство по управлению государственным имуществом, которое голосует на собраниях, выдвигает кандидатов в советы директоров и согласует позиции. Профильные министерства участвуют в подготовке решений, потому что отвечают за развитие своих отраслей и часто имеют своих представителей в советах.

Для крупнейших компаний решения по ключевым вопросам принимаются на уровне правительства, и тогда агентство лишь оформляет позицию, согласованную между ведомствами. Финансовое ведомство отвечает за бюджет и потому особенно внимательно относится к дивидендам. Ведомство экономического развития следит за эффективностью и инвестициями. Отраслевое министерство защищает интересы своей отрасли и часто выступает за то, чтобы компания больше вкладывала в развитие. Подробно о том, как эти интересы сталкиваются, мы поговорим в четвёртой главе.

Особый статус имеют стратегические предприятия и стратегические акционерные общества. В 2004 году указом президента был утверждён перечень таких организаций, и с тех пор он многократно обновлялся. Включение в перечень означает, что правительство может включить компанию в план приватизации только после того, как президент решит исключить её из числа стратегических или уменьшить сте-

пень участия государства в управлении ею. Для инвестора это важный сигнал: если компания входит в перечень, продажа государственного пакета требует решения на самом высоком уровне и без него невозможна.

Стратегическими предприятиями обычно становятся компании оборонной промышленности, атомной отрасли, энергетики, транспорта, связи и других секторов, критически важных для безопасности и обороноспособности страны. Включение в перечень не делает компанию ни лучше, ни хуже как объект инвестиций, но оно сужает набор возможных сценариев. Миноритарию стратегического акционерного общества не стоит рассчитывать на быструю продажу государственного пакета частному инвестору, который мог бы повысить эффективность. Зато он может рассчитывать на то, что государство не уйдёт из компании внезапно.

Не стоит путать перечень стратегических предприятий с отдельным законом о порядке иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение. Этот закон 2008 года регулирует, может ли иностранный инвестор купить контроль или крупную долю в компании определённой отрасли, и требует для этого одобрения специальной правительственной комиссии. Он касается и частных компаний, а не только государственных. Для частного российского инвестора, покупающего небольшое число акций, этот закон обычно не создаёт ограничений, но он влияет на круг возможных покупателей компании и тем самым на её

стоимость.

Ещё один интересный инструмент — специальное право государства на участие в управлении акционерным обществом, которое в обиходе называют «золотой акцией». Само выражение пришло из британской практики 1980-х годов, когда правительство при приватизации крупных компаний оставляло за собой одну особую акцию с правом вето на ключевые решения. В российском законе о приватизации такое право может быть установлено при продаже государственного пакета, если компания имеет значение для обороны, безопасности или других важных интересов. Это не настоящая акция, которую можно купить или продать, а именно право, закреплённое за государством.

Обладая специальным правом, государство назначает своих представителей в совет директоров и в ревизионную комиссию компании. Эти представители могут наложить вето на решения собрания по ряду вопросов: изменение устава, реорганизация, ликвидация, уменьшение уставного капитала, крупные сделки и сделки с заинтересованностью. Получается, что даже частная компания, где у государства не осталось ни одной обычной акции, может оставаться под его влиянием в ключевых вопросах. Для инвестора это означает, что государственное участие не всегда видно в структуре акционерного капитала, и полезно проверять устав и годовой отчёт на наличие таких особых прав.

До сих пор мы говорили о федеральном уровне, но госу-

дарство в России многоуровневое. Субъекты Федерации и муниципалитеты тоже владеют акциями компаний, и иногда эти пакеты весьма значительны. Регионам часто принадлежат доли в региональных энергетических и теплоснабжающих компаниях, аэропортах, транспортных предприятиях, лизинговых компаниях, строительных организациях и местных банках. Муниципалитеты владеют акциями водоканалов, городских электросетей, рынков, гостиниц и управляющих компаний.

У региональных и муниципальных пакетов есть свои особенности. Бюджеты регионов и городов обычно меньше федерального, и потребность в дивидендах у них может быть очень острой или, наоборот, второстепенной, в зависимости от финансового положения.

Допустим, области принадлежат сорок процентов региональной теплоснабжающей компании, и та заработала за год пятьсот миллионов рублей чистой прибыли. Если компания направит на дивиденды половину прибыли, бюджет области получит сто миллионов рублей, а частные акционеры поделят между собой сто пятьдесят миллионов. Для крупного федерального бюджета такие суммы почти незаметны, но для области с небольшим бюджетом сто миллионов могут означать ремонт нескольких школ. Поэтому позиция регионального собственника по дивидендам бывает очень разной и зависит от того, насколько остро бюджет нуждается в деньгах в конкретный год.

Региональные власти чаще ставят социальные задачи выше коммерческих, потому что ближе к жителям и острее чувствуют их недовольство тарифами или закрытием предприятий. Кроме того, раскрытие информации у небольших региональных компаний бывает скромнее, а ликвидность их акций на бирже низкой, поэтому инвестору приходится тратить больше сил на анализ.

Иногда региональные компании выпускают облигации, и тогда за ними может стоять поддержка регионального бюджета. Однако эта поддержка не всегда закреплена юридически, и надеяться на неё стоит осторожно. Мы подробно поговорим о долговых бумагах компаний с государственным участием в семнадцатой главе, а здесь достаточно запомнить, что за словами «региональная госкомпания» может стоять как сильный бюджет, готовый помочь, так и бюджет, у которого самого не хватает денег.

Теперь вернёмся к практическому вопросу, который задала Дарья: как понять, есть ли государство среди акционеров конкретной компании и какую долю оно контролирует? Первым делом стоит открыть годовой отчёт компании и найти раздел о структуре акционерного капитала. В нём обычно указаны крупные акционеры с долей больше пяти процентов, в том числе федеральное агентство, государственные холдинги, госкорпорации или субъекты Федерации. Если доля принадлежит не государству напрямую, а другой компании, стоит проверить, кому принадлежит уже она.

Второй источник — консолидированная отчётность по международным стандартам. В примечаниях к ней компании обычно указывают конечную контролирующую сторону, и для компаний с государственным контролем там будет написано, что ею является Российская Федерация или конкретный субъект Федерации. Там же в разделе о связанных сторонах раскрываются операции с другими компаниями, находящимися под общим контролем государства. Если вы видите, что значительная часть выручки или закупок приходится на другие государственные компании, это важный признак встроенности бизнеса в государственную систему.

Третий источник — существенные факты и сообщения, которые компании публикуют на сайтах раскрытия информации. В них сообщается об изменении долей крупных акционеров, о решениях общих собраний, о составе советов директоров. Если в совет директоров избраны представители министерств или федерального агентства, это недвусмысленный признак государственного участия. Нужно учитывать, что с 2022 года многие компании пользуются правом сокращать раскрытие, подробно об этом рассказано в первой книге серии, поэтому часть сведений может отсутствовать.

Четвёртый источник — перечень стратегических предприятий и стратегических акционерных обществ, который публикуется в виде указа президента с изменениями. Если компания там есть, её государственный статус определён очень жёстко. Наконец, полезно смотреть на устав компании,

где может быть упомянуто специальное право государства, и на сведения биржи о доле акций в свободном обращении. Если в свободном обращении находится, скажем, двадцать процентов акций, а крупнейший акционер государство, вы можете оценить, насколько велик его контроль и насколько ограничен ваш голос.

Коэффициент свободного обращения, который рассчитывает биржа для включения бумаг в индексы, особенно полезен, потому что его считают по единой методике для всех компаний. Из него исключаются пакеты государства, крупных стратегических владельцев, менеджмента и казначейские акции, принадлежащие самой компании или её дочерним обществам. Если коэффициент низкий, значит, бумаги компании в основном находятся в руках крупных держателей, а у биржевых инвесторов лишь небольшая доля. Такие акции бывают менее ликвидными и сильнее реагируют на решения контролирующего акционера, ведь любое его действие касается почти всего капитала компании.

Полезно обращать внимание и на изменения в структуре акционеров со временем. Если доля государства постепенно растёт за счёт допэмиссий, которые выкупает только оно, это признак того, что компания нуждается в деньгах, а миноритарии не готовы их давать. Если доля снижается из-за продажи пакетов, это может означать подготовку к приватизации или потребность бюджета в доходах. Каждое такое изменение рассказывает историю, и её стоит прочитать до покупки,

а не после неё.

Дарья проделывает этот путь для нескольких компаний из своего индексного фонда и обнаруживает много интересного. В одной компании государство владеет пакетом через несколько промежуточных структур, и в годовом отчёте указан только ближайший акционер. В другой компании государству принадлежит всего около тридцати процентов, но вместе с подконтрольным ему госбанком доля превышает половину. В третьей компании государственного пакета нет вовсе, но в уставе записано специальное право, позволяющее государству блокировать реорганизацию.

Это упражнение меняет её взгляд на мир госкомпаний. Она понимает, что государственное участие бывает очень разным: от полного контроля до тонкого влияния через особые права. Для одних компаний государство — хозяин, определяющий каждое значимое решение, для других — крупный, но не единственный акционер, а для третьих — внешний страж, который вмешивается только в исключительных случаях. Ей становится ясно, что ярлык «госкомпания» слишком грубый и за ним скрываются совершенно разные истории.

Типичная ошибка начинающего инвестора — судить обо всех компаниях с государственным участием по одной-двум громким историям. Если человек однажды пострадал от решения государства в одной компании, он склонен переносить этот опыт на все остальные. Если ему однажды повезло

и государственная компания принесла хорошие дивиденды, он начинает считать, что все госкомпании такие. Обе позиции игнорируют то, что форма участия, размер доли, цели государства и отраслевые особенности сильно различаются от компании к компании.

Ещё одна распространённая ошибка — путать надёжность самой организации с возможностью на ней заработать. Государственная корпорация может быть одной из самых устойчивых организаций в стране, но если у неё нет акций, заработать на её успехе как совладелец нельзя. Её облигации могут быть надёжными, но их доходность будет соответствовать низкому риску. Акции же её дочерних компаний несут собственные риски, которые совсем не обязательно совпадают с рисками материнской структуры.

Третья ошибка связана с непониманием цепочек владения. Инвестор может купить акции компании нижнего уровня, рассчитывая на поддержку государства, но не заметить, что между ним и государством стоят два промежуточных холдинга со своими интересами. Материнская компания может решить продать дочернюю, реорганизовать её, перевести её прибыльные активы в другую структуру или, напротив, поддержать её деньгами. Миноритарию на нижнем уровне полезно понимать, что его компания — лишь часть большой конструкции, и решения о её судьбе могут приниматься с учётом интересов всей группы.

Четвёртая ошибка касается региональных компаний, ко-

торые новички часто приравнивают к федеральным. Человек видит в составе акционеров область или город и делает вывод, что за компанией стоит вся мощь государства. На деле за ней стоит конкретный региональный бюджет со своими доходами, долгами и приоритетами, и возможности этого бюджета бывают весьма скромными. Прежде чем рассчитывать на поддержку, полезно хотя бы в общих чертах понять финансовое положение самого региона.

Анатолий Петрович, выслушав рассказ дочери, решает проверить и свою компанию. Он открывает годовой отчёт «Беломорской энергокорпорации» и видит, что шестьдесят два процента принадлежат Российской Федерации в лице федерального агентства, а ещё примерно пять процентов держит один крупный пенсионный фонд. Остальное распылено между десятками тысяч акционеров, среди которых и он сам. Компания не входит в перечень стратегических, специального права у государства нет, но в совете директоров из одиннадцати человек пятеро представляют министерства и агентство, а ещё двое — профессиональные поверенные, голосующие по указаниям государства.

Для него это открытие оказывается неожиданным. Анатолий Петрович всегда воспринимал совет директоров как группу опытных энергетиков, которые решают судьбу компании, исходя из её интересов. Теперь он понимает, что большинство в совете голосует по директивам, которые приходят из Москвы, и что решения по дивидендам или инвестици-

онной программе принимаются не столько в зале заседаний, сколько в переписке между ведомствами. Это не делает компанию плохой, но заставляет его по-новому взглянуть на то, кто на самом деле управляет его деньгами.

Знание этих деталей помогает инвестору правильно ставить вопросы. Если государство — прямой владелец, решения по дивидендам будут тесно связаны с бюджетом. Если пакет принадлежит холдингу или госкорпорации, на решения будут влиять интересы этой промежуточной структуры. Если доля государства меньше трёх четвертей, у миноритариев есть хотя бы теоретическая возможность влиять на ключевые решения. Если у государства специальное право, его вмешательство возможно даже там, где оно формально не является акционером.

Вернёмся к образу многоквартирного дома из первой главы. Государственная корпорация похожа на здание, которое целиком принадлежит городу и не делится на квартиры, поэтому купить там жильё нельзя, можно только снимать офис или давать городу в долг. Унитарное предприятие похоже на служебное общежитие, где жильцы пользуются комнатами, но собственником остаётся организация. Акционерное общество с государственным участием — это и есть наш дом с главным соседом-администрацией, где можно купить квартиру, но правила устанавливает тот, у кого большинство. «Золотая акция» напоминает особое право города запретить перестройку фасада, даже если все квартиры в доме

уже частные.

В этой главе мы увидели, что государственный сектор состоит из очень разных организаций. Государственные корпорации и государственные компании — некоммерческие организации без акций, унитарные предприятия тоже не делятся на доли, и только акционерные общества с государственным участием доступны частному инвестору на бирже. Доля государства может быть полной, контрольной, блокирующей или миноритарной, владеть ею государство может напрямую или через цепочку структур, а дополнительное влияние обеспечивают перечень стратегических предприятий и специальное право. Чтобы понять, как сложилась такая разнообразная система и почему государство в России оказалось крупнейшим акционером, нам нужно заглянуть в историю, и в третьей главе Анатолий Петрович достанет из шкафа старую папку с документами 1994 года.

Глава 3. Как государство стало главным акционером

В субботу утром Анатолий Петрович открывает нижний ящик старого полированного шкафа, где Галина Ивановна хранит документы на квартиру, свидетельства о рождении и гарантийные талоны на технику, которой давно нет. Среди этих бумаг лежит пухлая картонная папка с завязками, на которой его рукой написано «Акции». Внутри сложены пожелтевший приватизационный чек номиналом десять тысяч рублей, выписка из реестра акционеров 1994 года, отпечатанная на матричном принтере, несколько уведомлений о собраниях и вырезка из заводской многотиражки с заголовком «Каждый работник — совладелец». Дарья, которая снова приехала к родителям, смотрит на эти документы как на экспонаты музея.

Отец рассказывает, что приватизационный чек он так и не использовал, потому что не понимал, куда его вложить, и в итоге он остался в папке на память. Зато в 1994 году ему, как и всем работникам энергосистемы, предложили купить акции предприятия по закрытой подписке на льготных условиях. Двенадцать тысяч акций обошлись ему примерно в две месячные зарплаты, и Галина Ивановна тогда сердилась, что муж выбрасывает деньги на бумажки. Многие коллеги в сле-

дующие годы продали свои акции перекупщикам, которые ходили по проходным и предлагали наличные, но Анатолий Петрович своих не продал.

Эта папка — маленький срез большой истории, которая объясняет, почему государство в России сегодня является крупнейшим акционером. Чтобы понять нынешнюю расстановку сил, нужно пройти путь от полной государственной собственности советской эпохи через массовую приватизацию 1990-х к постепенному возвращению крупных активов под контроль государства в 2000-е и 2010-е годы. Подробная история российского фондового рынка рассказана в отдельной книге серии об истории рынка, а здесь мы посмотрим на неё глазами миноритарного акционера, которому важно понять, откуда взялся его главный сосед по дому.

Начнём с исходной точки этого долгого пути. В Советском Союзе практически вся производственная собственность принадлежала государству. Заводы, электростанции, шахты, магазины, транспорт, жильё и земля находились в государственной или кооперативной собственности, и никаких акций в современном понимании не существовало. Предприятия получали плановые задания, финансировались из бюджета и сдавали прибыль в бюджет, а их директора были не управляющими в интересах собственников, а исполнителями планов министерств.

К концу 1980-х годов эта система столкнулась с серьёзными проблемами. Эффективность многих предприятий пада-

ла, дефицит товаров рос, а бюджет был не в состоянии поддерживать все отрасли одновременно. Начались первые эксперименты с арендой предприятий трудовыми коллективами, кооперативами и совместными предприятиями с иностранным капиталом. Однако настоящий перелом произошёл после распада Советского Союза, когда новое российское правительство приступило к массовой приватизации.

Ваучерная приватизация началась осенью 1992 года, когда каждый гражданин России получил приватизационный чек номиналом десять тысяч рублей. Идея состояла в том, чтобы быстро передать собственность миллионам людей и создать широкий слой частных владельцев. Чеки можно было обменять на акции приватизируемых предприятий на специальных аукционах, вложить в чековые инвестиционные фонды или просто продать. Массовый этап ваучерной приватизации продлился до середины 1994 года, и за это время в частные руки перешли акции тысяч предприятий.

Судьба самих чеков сложилась по-разному, и эта история многому учит. Номинал в десять тысяч рублей быстро обесценился из-за высокой инфляции, и уже через год за чек на улице давали сумму, на которую можно было купить разве что несколько бутылок подсолнечного масла. Люди, которые обменяли чеки на акции крупных сырьевых или энергетических компаний и сохранили их, через десятилетие нередко получили приличные деньги. Те же, кто продал чеки перекупщикам за бесценок, ничего не выиграли, а многие из тех,

кто вложил их в чековые инвестиционные фонды, потеряли всё, потому что большинство таких фондов со временем исчезли или обанкротились.

Чековые фонды вообще стали первым массовым разочарованием российских инвесторов. Они обещали профессионально распорядиться ваучерами граждан и платить им доход, но часть из них управлялась неумело, часть оказалась нечистой на руку, а надзор за ними был слабым. Миллионы людей впервые столкнулись с тем, что передать деньги посреднику не значит получить гарантию результата. Этот опыт надолго сформировал недоверие к финансовым институтам и одновременно странное доверие к государству, которое, как казалось многим, по крайней мере никуда не исчезнет.

Для трудовых коллективов были предусмотрены особые льготы, и именно они во многом определили структуру собственности первых лет. Закон предлагал несколько вариантов приватизации, и самым популярным оказался тот, при котором работники и руководство могли приобрести контрольный пакет голосующих акций по закрытой подписке. Предприятия, где коллективы выбирали этот вариант, на первых порах принадлежали в основном своим сотрудникам. Позже большая часть этих акций перешла к внешним инвесторам или к директорам, которые скупали бумаги у работников.

С энергетикой история сложилась иначе, и это важно

для понимания судьбы «Беломорской энергокорпорации». Крупнейшие инфраструктурные отрасли государство не стало приватизировать полностью. В конце 1992 года был создан единый энергетический холдинг страны, в который вошли крупные электростанции, магистральные сети и контрольные или блокирующие пакеты большинства региональных энергетических компаний. Государство сохранило в этом холдинге контрольный пакет, а остальные акции были распределены между работниками, населением и инвесторами.

Наша условная энергокорпорация — одна из тех региональных компаний, которые из-за особенностей северной энергосистемы остались вне общей схемы. Её электростанции и сети работали в изолированном районе, плохо связанном с остальной энергосистемой страны, поэтому федеральный пакет в ней передали не в холдинг, а оставили в прямом государственном управлении. Работники получили право купить часть акций, и именно так у Анатолия Петровича появились его первые двенадцать тысяч бумаг. Остальные акции распределились между населением, чековыми фондами и первыми инвестиционными компаниями, которые охотились за дешёвыми акциями энергетиков.

Для миноритариев 1990-х годов это было время больших возможностей и больших разочарований. Акции многих компаний стоили смешные деньги, потому что никто не верил в их будущее, а рынок был узким и непрозрачным.

Права мелких акционеров регулярно нарушались: собрания проводились без уведомления, дивиденды не выплачивались годами, а реестры акционеров иногда велись так, что владелец мог неожиданно обнаружить, что его акций там нет. Закон об акционерных обществах был принят только в 1995 году, а закон о рынке ценных бумаг в 1996 году, и до этого правила игры были крайне размытыми.

Особенно тяжело приходилось миноритариям дочерних компаний крупных холдингов. Добывающие предприятия, входившие в нефтяные холдинги, нередко продавали свою продукцию материнской компании по заниженным ценам, и прибыль оседала не у них, а наверху или в торговых посредниках. Миноритарии таких «дочек» владели формально богатыми предприятиями, которые по отчётности едва сводили концы с концами и почти не платили дивидендов. Иногда холдинги проводили допэмиссии на уровне дочерних компаний, размывая доли мелких акционеров, и те ничего не могли с этим поделать.

К концу 1990-х ситуация начала меняться, и толчком послужили громкие конфликты между крупными иностранными фондами и менеджментом российских компаний. Миноритарии стали объединяться, обращаться в суды, привлекать внимание прессы, и некоторые из этих кампаний принесли результат. Постепенно холдинги перешли на единую акцию, обменяв акции дочерних компаний на акции материнской, и практика вывода прибыли из «дочек» сократилась. Эта ис-

тория показывает, что положение миноритария определяется не только законом, но и тем, насколько активно он и другие держатели защищают свои интересы.

Следующий заметный этап — залоговые аукционы 1995–1996 годов. Бюджету остро не хватало денег, и правительство решило взять кредиты у крупных частных банков под залог государственных пакетов акций ряда крупнейших компаний в нефтяной, металлургической и других отраслях. Предполагалось, что если государство не вернёт кредиты, залог будет продан на открытом аукционе. Кредиты не вернули, и пакеты в итоге перешли к банкам-кредиторам или связанным с ними структурам по ценам, которые многие экономисты впоследствии считали заниженными.

Залоговые аукционы до сих пор вызывают споры историков и экономистов. Одни видят в них вынужденную меру в условиях бюджетного кризиса, другие считают их несправедливым перераспределением собственности. Для инвестора важно другое: в результате этих сделок контроль над многими крупнейшими компаниями перешёл к частным владельцам, а государство на какое-то время стало миноритарием или вовсе ушло из капитала ряда ключевых сырьевых предприятий. Именно это создало основу для частного сектора, который во второй половине 1990-х и в начале 2000-х дал миноритариям немало примеров быстрого роста стоимости.

Параллельно в 1990-е годы в стране складывались крупные холдинги. В нефтяной отрасли были созданы вертикаль-

но интегрированные компании, объединившие добычу, переработку и сбыт. В газовой отрасли сформировалась одна крупная компания, которая унаследовала большую часть советской газовой системы, и государство сохранило в ней значительную долю. В энергетике действовал уже упомянутый единый холдинг, в связи сформировался крупный холдинг с контролем над региональными операторами, на транспорте железнодорожная отрасль долгое время оставалась под управлением министерства.

Финансовый кризис 1998 года стал болезненным уроком для всех участников рынка. Рубль обесценился в несколько раз, государство объявило дефолт по своим внутренним обязательствам, многие банки разорились. Акции российских компаний потеряли большую часть стоимости, и миноритарии, купившие бумаги на волне оптимизма 1997 года, понесли огромные убытки. Для государства этот кризис стал поводом пересмотреть подход к управлению экономикой и к своей роли в ней.

Акции «Беломорской энергокорпорации» в 1998 году тоже упали в несколько раз, но для Анатолия Петровича это прошло почти незамеченным. Он не следил за котировками, а его больше волновало, что зарплату снова начали задерживать, а неплатежи потребителей достигли такого уровня, что компания получала оплату за электроэнергию углём, лесом и даже консервами. Энергетики тогда шутили, что их предприятие превратилось в оптовую базу. Этот бартерный пери-

од закончился только в начале 2000-х, когда экономика начала восстанавливаться, и именно тогда у компании впервые за много лет появилась реальная прибыль.

В 2000-е годы начался процесс, который часто называют возвращением государства в экономику. Рост цен на нефть наполнил бюджет деньгами, и у государства появились ресурсы для того, чтобы восстанавливать контроль над ключевыми отраслями. Этот процесс шёл разными путями: государственные компании покупали частные активы, государство докупало акции в компаниях, где у него уже была доля, а часть активов переходила к государственным структурам по итогам налоговых и судебных разбирательств.

Самые заметные изменения произошли в нефтегазовом секторе. В середине 2000-х государство довело свою долю в крупнейшей газовой компании страны до контрольной, и вскоре после этого газовая компания купила одну из крупных частных нефтяных компаний. Основной добывающий актив одной из крупнейших частных нефтяных компаний того времени после налоговых разбирательств был продан и оказался у государственной нефтяной компании, которая благодаря этому выросла в одного из лидеров отрасли. За несколько лет доля государства в добыче нефти заметно увеличилась.

Любопытно, что для миноритариев газовой компании рост государственной доли поначалу обернулся выгодой. До середины 2000-х годов её акции были разделены на два рын-

ка: внутренний, доступный только российским инвесторам, и внешний, где торговались депозитарные расписки для иностранцев, причём внешние бумаги стоили заметно дороже. Когда государство получило контроль, это разделение отменили, иностранцы смогли покупать акции напрямую, и цена внутренних бумаг за короткое время выросла в несколько раз. Этот эпизод показывает, что усиление государственного контроля не всегда плохая новость для частных акционеров, всё зависит от того, какие решения его сопровождают.

В других отраслях шёл похожий процесс, хотя и менее громкий. В 2006 году была создана объединённая авиастроительная корпорация, которая собрала под государственным контролем основные самолётостроительные предприятия. В 2007 году появилась объединённая судостроительная корпорация. В том же году были созданы несколько государственных корпораций, о которых мы говорили во второй главе, в атомной промышленности, промышленных технологиях, развитии и нанотехнологиях. В эти структуры государство передало сотни предприятий, многие из которых раньше находились в разрозненной собственности или под управлением разных ведомств.

Логика этой консолидации, по заявлениям её инициаторов, состояла в том, чтобы собрать разрозненные предприятия стратегических отраслей в крупные холдинги, способные конкурировать с мировыми лидерами. Небольшие заводы, каждый из которых выживал сам по себе, должны бы-

ли получить общее управление, доступ к финансированию и единую стратегию. Критики указывали на риск снижения конкуренции и эффективности, а также на то, что крупные государственные холдинги труднее контролировать. Как обычно, реальность оказалась сложнее обеих оценок, и результаты консолидации в разных отраслях сильно различались.

Одновременно в 2008 году завершилась реформа электроэнергетики, ради которой единый энергохолдинг был расформирован. Его генерирующие активы разделили на несколько оптовых и территориальных генерирующих компаний и продали частным инвесторам, в том числе иностранным. Магистральные и распределительные сети, а также гидроэлектростанции и атомная генерация остались под контролем государства. Это один из немногих примеров крупной приватизации 2000-х годов, когда государство не увеличило, а сократило своё присутствие в отрасли.

Для «Беломорской энергокорпорации» реформа прошла почти незаметно, потому что её изолированная энергосистема не вписывалась в общую схему конкурентного рынка. Компания осталась вертикально интегрированной: она по-прежнему производит электроэнергию и тепло, сама же доставляет их по своим сетям и продаёт потребителям. Федеральный пакет в шестьдесят два процента сохранился, и с тех пор структура её капитала почти не менялась. Для Анатолия Петровича это означало стабильность, а для инвесторов —

отсутствие той переоценки, которую в 2006–2008 годах пережили акции энергетиков, ожидавших реформы.

Здесь стоит вспомнить, что в 2000-е годы Анатолий Петрович докупал акции своей компании. Весной 2008 года, когда рынок находился на пике и казалось, что рост будет вечным, он вложил четыреста пятьдесят тысяч рублей и купил десять тысяч акций по сорок пять рублей. Это были все сбережения семьи за несколько лет, и он был уверен, что компания с государственным контролем — самое надёжное вложение. Уже через несколько месяцев начался мировой финансовый кризис, и к началу 2009 года акции энергокорпорации стоили около девяти рублей.

Посчитаем, что это означало для семьи Лебедевых. Десять тысяч акций, купленных за четыреста пятьдесят тысяч рублей, в начале 2009 года стоили около девяноста тысяч рублей, то есть потеряли восемьдесят процентов стоимости. Чтобы вернуться к цене покупки, бумаге нужно было вырасти в пять раз. Даже сегодня, когда акции стоят тридцать рублей, эти десять тысяч бумаг оцениваются в триста тысяч рублей, что на треть меньше вложенной суммы, хотя с тех пор прошло восемнадцать лет. Дивиденды за эти годы частично компенсировали потери, но с учётом инфляции та покупка так и не окупилась.

Дарья, услышав эту историю, впервые смотрит на отца с сочувствием, а не с иронией. Анатолий Петрович признаётся, что тогда не продал бумаги только потому, что не мог

себе позволить зафиксировать такой убыток, и что Галина Ивановна до сих пор называет те акции «сорок пять рублей». При этом компания за всё это время ни разу не оказалась на грани банкротства, исправно работала, платила зарплаты и часто дивиденды. Это наглядное подтверждение мысли из первой главы: надёжность предприятия и доходность купленных по высокой цене акций — совершенно разные вещи.

Кризис 2008–2009 годов стал для государства и новым поводом увеличить своё присутствие в экономике. Многие крупные частные компании накопили большие долги перед иностранными банками, и когда мировой кредитный рынок замер, они не могли их рефинансировать. Государство через свой банк развития предоставило им кредиты на погашение внешних долгов, а государственные банки расширили кредитование. В ряде случаев компании, неспособные расплатиться, передавали кредиторам доли в капитале или отдельные активы, и так часть собственности оказывалась у госбанков и их структур.

Государственные банки в целом заметно выиграли от кризиса в плане доли рынка. Частные банки, испытывавшие проблемы с фондированием, теряли клиентов, а вкладчики переносили деньги туда, где, по их мнению, было надёжнее. Крупнейшие госбанки получили поддержку в форме субординированных кредитов и вкладов в капитал, о механике которых подробно расскажет четырнадцатая глава. В результате доля государства в банковской системе выросла, и эта тен-

денция сохранилась на годы вперёд.

В 2010-е годы консолидация отраслей вокруг государственных холдингов продолжилась. В электросетевом комплексе магистральные и распределительные сети были объединены под управлением одного государственного холдинга. В нефтяной отрасли одна крупная частная региональная компания по итогам судебного разбирательства вернулась в государственную собственность и затем была продана государственной нефтяной компании. В оборонной промышленности, судостроении и авиастроении продолжалось объединение предприятий в рамках госкорпораций и государственных холдингов.

Одновременно шёл и обратный процесс, хотя и в меньших масштабах. Государство продавало пакеты в ряде компаний, в том числе крупные доли в нефтяной и алмазодобывающей компаниях в 2016 году, а также размещало на бирже акции отдельных банков и инфраструктурных предприятий. Эти сделки обычно сопровождались заявлениями о намерении снижать присутствие государства в экономике, но на практике часть пакетов покупали другие государственные структуры, а общая доля государственного сектора в экономике, по оценкам многих экономистов, продолжала расти. Подробно о том, как устроены продажи госпакетов, мы поговорим в пятнадцатой главе.

Во второй половине 2010-х годов заметной стала и ещё одна тенденция. Ряд крупных частных банков столкнулся

с серьёзными проблемами, и Банк России провёл их санацию, в результате которой они оказались под контролем государства. Об этом подробно расскажет четырнадцатая глава, где мы разберём, как санация отразилась на прежних акционерах. Здесь важно, что государство приобрело контроль над несколькими крупными финансовыми институтами не по стратегическому замыслу, а вынужденно, спасая банковскую систему.

После 2022 года процесс получил новое направление. Многие иностранные компании приняли решение уйти с российского рынка и продавали свои российские активы, причём продажа требовала одобрения правительственной комиссии и обычно проходила со значительным дисконтом. Часть этих активов купили частные российские компании, часть оказалась у государственных структур или под временным управлением государства. Одновременно увеличилось число судебных решений об обращении в доход государства активов, которые, по позиции прокуратуры, были приватизированы с нарушениями закона или находились под контролем лиц, действия которых были признаны противоречащими интересам государства.

Для миноритарного инвестора эти события стали напоминанием о том, что граница между частным и государственным сектором в России подвижна. Компания, которая вчера была частной, завтра может перейти под контроль государства, а государственный пакет может быть продан частно-

му инвестору. Каждое такое изменение меняет правила игры для миноритариев: дивидендную политику, приоритеты управления, отношение к долговой нагрузке и инвестициям. Поэтому история собственника компании — не просто занимательный рассказ, а важная часть анализа.

После 2022 года изменился и состав участников самого биржевого рынка. Иностранные инвесторы, которые раньше владели значительной долей акций в свободном обращении многих крупных компаний, в большинстве своём потеряли возможность торговать, и их бумаги оказались заблокированы. Главной силой на рынке стали российские частные инвесторы, число которых к этому времени выросло до десятков миллионов счетов. Для госкомпаний это означало, что их миноритариями всё чаще становятся обычные граждане, такие как Анатолий Петрович и Дарья, а не крупные зарубежные фонды с юристами и опытом корпоративных конфликтов.

Такая смена состава миноритариев имеет двоякие последствия. С одной стороны, голос частного инвестора стал заметнее, и государство как крупнейший акционер вынуждено учитывать настроения миллионов граждан, владеющих акциями его компаний. С другой стороны, разрозненные частные инвесторы хуже организованы, реже голосуют и редко объединяются для защиты своих интересов, чем пользовались бы крупные фонды. Насколько эта новая структура рынка повлияет на отношение государства к миноритариям,

покажет время, и мы вернёмся к этому вопросу в последней главе.

Если подвести черту под тремя десятилетиями, картина выглядит так. В начале 1990-х годов государство владело почти всем и быстро раздало значительную часть собственности. Во второй половине 1990-х оно ушло из капитала многих крупных компаний, сохранив контроль в инфраструктуре и газе. В 2000-е и 2010-е годы государство вернуло контроль над значительной частью сырьевого сектора, консолидировало стратегические отрасли, расширило присутствие в банках, а после 2022 года получило новые активы. Сегодня оно является крупнейшим владельцем в экономике и на бирже, о чём мы говорили в первой главе.

Почему эта история важна для решения о покупке акций сегодня? Во-первых, она показывает, что государство меняет свою роль в зависимости от экономических условий, бюджетной ситуации и приоритетов политики. В периоды бюджетного дефицита оно может продавать пакеты или требовать больших дивидендов, в периоды кризисов — спасать компании и увеличивать долю, в периоды высоких сырьевых доходов — покупать активы. Понимание этих циклов помогает предугадывать, в какую сторону может двинуться политика в отношении конкретной компании.

Во-вторых, история показывает, что смена собственника почти всегда сопровождается переоценкой акций. Когда частная компания переходит к государству, миноритарии ча-

сто опасаются снижения эффективности, отказа от дивидендов или новых инвестиционных обязательств, и котировки падают. Когда государство продаёт пакет частному инвестору, рынок часто ждёт роста эффективности и прибыли, и котировки растут. Обе реакции не всегда оправданы, но знать о них полезно, чтобы не оказаться среди тех, кто продаёт в панике или покупает на эйфории.

В-третьих, история напоминает о важности прав миноритариев, которые в России формировались постепенно и не без потерь. В 1990-е годы мелкий акционер был почти беззащитен, в 2000-е и 2010-е годы его права заметно укрепились благодаря законодательству, кодексу корпоративного управления и требованиям биржи. Однако в кризисные моменты защита миноритариев снова может отходить на второй план, и государство как крупнейший акционер играет ключевую роль в том, какие стандарты будут соблюдаться на практике.

Типичная ошибка новичка — рассматривать историю государственного участия как набор забавных или скандальных эпизодов, не связанных с сегодняшним днём. Человек читает о залоговых аукционах или о кризисе 2008 года и думает, что это было давно и к нему не относится. На деле модели поведения государства как собственника повторяются, хотя и в новых формах. Если вы понимаете, как государство поступало в прошлых кризисах, вам проще оценить, как оно может повести себя в следующем.

Вспомним наш многоквартирный дом из первой главы и

представим его историю. Когда-то весь дом принадлежал городу, а жильцы просто жили в квартирах. Потом жильцам разрешили приватизировать квартиры, и многие из них стали собственниками, причём кто-то сразу продал свою квартиру, а кто-то сохранил. Спустя годы город начал снова выкупать квартиры, сначала у тех, кто уезжал, потом у должников, а иногда и через суд, если приватизация была проведена с нарушениями. Сегодня у города шестьдесят две квартиры из ста, и жильцы, купившие квартиры в разное время, поразному относятся к своему главному соседу.

Новому покупателю квартиры в таком доме полезно знать эту историю. Если город последние годы скупает квартиры, он, вероятно, будет и дальше укреплять свой контроль и диктовать правила. Если он, наоборот, продаёт, возможно, в доме скоро станет больше частных собственников и решения будут учитывать их мнение. История дома не гарантирует будущего, но подсказывает направление, в котором движется его главный собственник.

Ещё одна распространённая ошибка — экстраполировать текущую волну на будущее бесконечно. Когда государство продаёт пакеты, инвесторы начинают говорить о скорой массовой приватизации, а когда покупает, о неизбежной национализации всего. История показывает, что волны сменяют друг друга и что ни одна из них не длится вечно. Разумный инвестор учитывает текущую тенденцию, но не строит на ней всю стратегию, оставляя место для разворота.

Ещё одна ошибка — путать историю компании с историей её акций. Анатолий Петрович гордится тем, что его предприятие пережило все бури, и это действительно повод для гордости. Однако инвестора интересует не только выживание компании, но и то, по какой цене он купил её акции и сколько получил за время владения. Если бы Анатолий Петрович записывал все свои покупки и полученные дивиденды, он мог бы точно посчитать свою доходность и понять, какие решения были удачными, а какие нет.

Дарья предлагает отцу проделать такой расчёт хотя бы приблизительно. Двенадцать тысяч акций, купленных в 1994 году за две месячные зарплаты, сегодня стоят триста шестьдесят тысяч рублей, и это, безусловно, одна из лучших инвестиций в его жизни, даже с учётом инфляции и деноминации. Десять тысяч акций, купленных весной 2008 года за четыреста пятьдесят тысяч, стоят триста тысяч рублей, и эта покупка оказалась неудачной. Ещё восемнадцать тысяч акций он покупал в 2010-е годы в среднем по пятнадцать рублей, потратив двести семьдесят тысяч, и сегодня они стоят пятьсот сорок тысяч рублей, то есть выросли вдвое.

Эти три покупки одной и той же бумаги дали совершенно разные результаты, хотя компания всё это время была одной и той же, с тем же государственным собственником и той же отраслью. Разницу определила цена входа: дешёвая покупка в начале 1990-х и в 2010-е годы принесла хорошую доходность, дорогая покупка на пике 2008 года обернулась убыт-

ком. История государственного участия тут ни при чём, а вот история рынка, оптимизма и паники очень даже причём. Этот урок пригодится нам в девятнадцатой главе, когда речь пойдёт об оценке госкомпаний.

Анатолий Петрович аккуратно складывает документы обратно в папку и завязывает тесёмки. Он говорит, что приватизационный чек стоит сохранить для внуков как память о времени, когда вся страна вдруг стала акционерами. Дарья соглашается и добавляет, что неплохо бы сохранить и выписку о покупке 2008 года, чтобы помнить, как опасно покупать на пике всеобщего восторга. Они смеются, но в этом смехе есть доля горечи, знакомой каждому, кто когда-либо терял деньги на бирже. Галина Ивановна, проходя мимо, замечает, что лучше бы эти бумаги помнили не внуки, а сами инвесторы перед каждой новой покупкой.

Остаётся главный вопрос, который эта история ставит, но не решает, и без ответа на него невозможно разумно оценивать любую компанию с государственным участием, какой бы надёжной она ни казалась. Если государство за тридцать лет то раздавало собственность, то возвращало её, то продавало, то покупало снова, значит, у него есть какие-то причины держать собственные компании. Эти причины не сводятся к желанию получать прибыль, иначе государство давно продало бы всё, что работает хуже частных конкурентов. Понять эти причины — значит понять, какие решения государство как акционер будет принимать завтра.

Государство стало крупнейшим акционером России не по единому замыслу, а в результате нескольких волн: массовой раздачи собственности в начале 1990-х, ухода из ряда отраслей во второй половине 1990-х, возвращения контроля в 2000-е, консолидации и вынужденных спасений в 2010-е и новых приобретений после 2022 года. Каждая волна меняла правила игры для миноритариев, а цена покупки определяла их результат сильнее, чем статус компании. История семьи Лебедевых показывает это на трёх покупках одной бумаги с совершенно разной судьбой. В четвёртой главе мы разберёмся, зачем государству вообще нужны собственные компании, и для этого заглянем на совещание в «Беломорской энергокорпорации», где обсуждают линию электропередачи к далёкому посёлку на берегу Белого моря.

Глава 4. Зачем государству собственные компании

Понедельник, девять утра, конференц-зал на третьем этаже управления «Беломорской энергокорпорации». За длинным столом сидят главный инженер, начальники нескольких служб, финансовый директор и представитель областного правительства, который приехал специально ради этого совещания. Анатолий Петрович оказался здесь почти случайно: его попросили рассказать о том, какую релейную защиту придётся ставить на новой линии электропередачи. Речь идёт о линии длиной сто сорок километров, которая должна соединить энергосистему корпорации с посёлком на берегу Белого моря, где сейчас свет даёт старая дизельная электростанция.

В посёлке живут около тысячи двухсот человек, работает небольшой рыбоперерабатывающий завод, школа и фельдшерский пункт. Дизельное топливо туда завозят летом по воде, а зимой по зимнику, и каждый киловатт-час обходится в несколько раз дороже, чем в Архангельске. Разницу между реальной стоимостью электроэнергии и тарифом для жителей покрывает областной бюджет, и эта статья расходов из года в год растёт. Представитель области говорит прямо: регион хочет, чтобы корпорация построила линию, и готов

поддержать проект на федеральном уровне.

Финансовый директор раскладывает перед участниками короткую справку. Строительство линии и подстанции оценивается примерно в девять миллиардов рублей, а дополнительная выручка от продажи электроэнергии посёлку и заводу составит около ста пятидесяти миллионов рублей в год. Даже без учёта эксплуатационных расходов на возврат вложенных денег по выручке уйдёт шестьдесят лет, а с учётом расходов и стоимости денег проект не окупится никогда. Финансовый директор не возражает против строительства, но спокойно констатирует, что с коммерческой точки зрения это убыточное вложение.

Совещание длится два часа, и к концу его Анатолий Петрович понимает, что решение уже принято, просто не здесь. Проект включён в программу развития региона, его поддерживает отраслевое министерство, и от корпорации ждут не оценки целесообразности, а плана строительства. Вечером он звонит Дарье и с некоторой растерянностью рассказывает об услышанном. Дочь отвечает, что именно об этом она и говорила на кухне: компания будет строить то, что нужно государству, а не то, что выгодно акционерам.

Анатолий Петрович возражает, и в его возражении есть резон. Он говорит, что посёлок на берегу моря — это живые люди, которые десятилетиями сидят на дорогом и ненадёжном дизеле, и кто-то должен дать им нормальный свет. Частная компания туда никогда не пойдёт, а государствен-

ная может, и в этом её смысл. Дарья соглашается, что людям нужен свет, но спрашивает, почему за этот свет должны платить держатели акций, которые купили бумаги ради дивидендов.

Этот диалог подводит нас к главному вопросу главы. Зачем государству вообще собственные компании, если оно может собирать налоги с частных, регулировать цены законом и финансировать социальные проекты из бюджета? Ответ на этот вопрос определяет почти всё поведение государства как акционера. Если вы понимаете, ради чего государство держит конкретную компанию, вы можете с хорошей точностью предсказать, какие решения оно будет принимать, когда интересы бизнеса и интересы общества разойдутся.

Чтобы почувствовать разницу в мотивах, представьте себе два автомобиля одинаковой марки и года выпуска. Первый работает в такси, и у его владельца одна цель — заработать как можно больше за каждую смену. Он выбирает выгодные заказы, избегает пустых поездок, экономит на топливе и продаст машину, как только её содержание станет невыгодным. Второй автомобиль принадлежит большой семье, и на нём ездят на работу, возят бабушку в поликлинику, детей в кружки, а летом всей семьёй едут на дачу и к морю.

Семейный автомобиль приносит огромную пользу, но если считать её в деньгах, он почти всегда убыточен. Его используют для поездок, которые никто бы не оплатил, его ремонтируют, даже когда выгоднее было бы продать, и его цен-

ность измеряется не выручкой, а тем, насколько он решает задачи семьи. Если бы кто-то купил долю в таком автомобиле в расчёте на доход, он был бы разочарован. Государственная компания очень часто похожа именно на семейный автомобиль, у которого есть доля частных совладельцев, ожидающих дохода, как от такси.

Первая и самая понятная причина, по которой государство владеет компаниями, — естественные монополии. Так называют отрасли, где конкуренция технически невозможна или бессмысленна, потому что одна сеть обслуживает всех потребителей дешевле, чем несколько конкурирующих. Никто не будет тянуть в один дом три параллельные линии электропередачи, прокладывать к городу три газопровода или строить рядом три железные дороги. В таких отраслях у владельца сети есть огромная рыночная власть, и общество должно как-то её ограничить.

Ограничить власть естественной монополии можно двумя способами. Первый — оставить её в частных руках, но жёстко регулировать цены и обязательства, как это делают во многих странах с электросетями и водоснабжением. Второй — держать монополию в государственной собственности, чтобы её решения изначально учитывали общественные интересы. Россия в основном выбрала второй путь для крупнейших сетей и трубопроводов, хотя и в государственных компаниях цены всё равно регулируются, о чём подробно пойдёт речь в одиннадцатой главе.

Для инвестора у естественной монополии есть характерный профиль. Её выручка устойчива, потому что потребители никуда не денутся, а конкурентов нет и не будет. Её прибыль ограничена регулятором, поэтому взрывного роста ждать не стоит. Её инвестиционные обязательства велики, потому что сети и трубы требуют постоянного обновления, а государство хочет, чтобы инфраструктура развивалась. Получается бизнес, похожий на облигацию с переменным купоном, размер которого зависит от решений регулятора.

У сетевого бизнеса «Беломорской энергокорпорации» именно такой профиль. Сети приносят около пятидесяти миллиардов рублей выручки в год, и эта цифра почти не зависит от погоды, цен на топливо или состояния экономики, потому что электроэнергию по проводам передают при любых обстоятельствах. Зато и вырасти эта выручка может только настолько, насколько разрешит регулятор, повышая тариф на передачу. Анатолий Петрович называет сети «спокойной половиной» компании, а генерацию, где больше зависимости от топлива и спроса, «нервной половиной».

Вторая причина — стратегические отрасли и национальная безопасность. Оборонная промышленность, атомная энергетика, космос, часть транспортной инфраструктуры, связь и некоторые виды добычи полезных ископаемых рассматриваются государством как сферы, которые нельзя полностью доверить рынку. Логика здесь в том, что в критический момент государству нужна возможность распоряжаться

этими предприятиями напрямую, не договариваясь с частными владельцами и не завися от их интересов. Именно поэтому многие такие компании входят в перечень стратегических, о котором мы говорили во второй главе.

Для миноритария компании стратегической отрасли это означает, что её коммерческие интересы почти всегда будут вторичны по отношению к задачам безопасности. Если государству понадобится, чтобы завод увеличил выпуск определённой продукции, даже ценой снижения рентабельности, завод это сделает. Если потребуется сохранить производство, которое давно стало убыточным, его сохранят. Это не обязательно плохо для акционера, ведь стратегический статус часто сопровождается гарантированными заказами, но доходность таких вложений определяется скорее государственным бюджетом, чем рынком.

Третья причина — социальные задачи, которые государство решает через свои компании. Сюда относятся доступные цены на важнейшие товары и услуги для населения, сохранение рабочих мест, особенно в моногородах, где одно предприятие кормит весь город, и развитие инфраструктуры в отдалённых районах. Газификация населённых пунктов, электрификация посёлков вроде того, о котором спорили на совещании, пассажирские перевозки в регионах с малой плотностью населения — всё это задачи, которые редко бывают прибыльными, но которые общество считает необходимыми.

Решать социальные задачи через государственные компании для государства удобно по нескольким причинам. Во-первых, это позволяет не показывать расходы в бюджете напрямую: если компания сама строит линию за свой счёт, бюджет экономит деньги, хотя по сути они тратятся из прибыли, которая иначе ушла бы в дивиденды. Во-вторых, у компании есть инженеры, опыт и оборудование, которых у министерства нет. В-третьих, распределить нагрузку на компанию проще политически, чем объяснять избирателям, почему растут налоги.

Для миноритария это, пожалуй, самая важная причина из всех, потому что именно она чаще всего становится источником конфликта интересов. Каждый рубль, потраченный на социальную задачу из прибыли компании, частично оплачивается частными акционерами. Если бы линию к посёлку строил бюджет, её стоимость поровну легла бы на всех налогоплательщиков страны. Когда её строит «Беломорская энергокорпорация», тридцать восемь процентов этой стоимости ложатся на плечи держателей акций в свободном обращении, среди которых Анатолий Петрович.

Посчитаем, сколько это в деньгах. Если корпорация потратит на линию девять миллиардов рублей и эти деньги никогда не окупятся, стоимость компании уменьшится примерно на эту сумму. Доля частных акционеров в этом уменьшении составляет тридцать восемь процентов, то есть около трёх миллиардов четырёхсот двадцати миллионов рублей. В

расчёте на одну акцию потери составят четыре с половиной рубля, а для Анатолия Петровича с его сорока тысячами бумаг это около ста восьмидесяти тысяч рублей. Конечно, на практике часть затрат может быть компенсирована через тариф или субсидии, и подробно о том, как оценивать такие проекты, мы поговорим в тринадцатой главе.

Похожая логика действует в моногородах, где государственная компания часто оказывается главным работодателем. Допустим, условному государственному машиностроительному холдингу принадлежит завод в небольшом городе, где на предприятии работают три тысячи человек из сорока тысяч жителей. Завод уже несколько лет теряет по миллиарду двести миллионов рублей в год, и с чисто коммерческой точки зрения его давно пора закрыть или резко сократить. Однако закрытие оставит без работы каждую четвёртую семью в городе, и государство как собственник почти наверняка будет искать способы сохранить производство.

Для миноритария холдинга такой завод означает постоянную утечку денег. Если у холдинга миллиард акций, ежегодный убыток завода снижает прибыль на акцию на рубль двадцать копеек, и при выплате половины прибыли в дивиденды держатель каждой акции недополучает шестьдесят копеек в год. За десять лет это шесть рублей на акцию без учёта того, что эти деньги могли бы приносить доход. При этом в годовом отчёте холдинга этот завод может упоминаться одной строкой, и разглядеть его влияние можно только при внима-

тельном чтении сегментной информации.

Социальные задачи бывают и более масштабными, затрагивающими целые отрасли. Программа газификации, по которой газ подводят к домам в населённых пунктах без платы за подключение до границы участка, реализуется прежде всего за счёт газораспределительных компаний. Программы обновления общественного транспорта, ремонта теплосетей, строительства дорог к удалённым посёлкам тоже часто ложатся на компании с государственным участием. Каждая такая программа важна для общества, но инвестор должен понимать, кто именно её финансирует и какая часть затрат в итоге ляжет на прибыль.

Важно не впадать в крайность и не считать любую социальную задачу чистым убытком для акционера. Часть таких затрат компенсируется через тарифы, субсидии или налоговые льготы, часть создаёт для компании новых потребителей и будущую выручку. Подключённый к газу посёлок будет годами платить за газ, а электрифицированный рыбозавод может расширить производство и увеличить потребление. Задача инвестора — оценить не сам факт социальной нагрузки, а её чистую стоимость после всех компенсаций.

Четвёртая причина связана с природной рентой. Так называют доход, который возникает не благодаря усилиям предпринимателя, а благодаря богатству недр: нефть, газ, металлы, алмазы, лес. Природные ресурсы в России принадлежат государству, и общество считает справедливым,

что основная часть дохода от их добычи должна доставаться всем гражданам, а не узкому кругу владельцев компаний. Эта идея широко распространена и в других странах, богатых ресурсами.

Изымать природную ренту можно через налоги, и в России этот механизм основной: специальные налоги на добычу и экспортные платежи забирают в бюджет значительную часть сверхдоходов добывающих компаний, подробнее об этом рассказано в отраслевой книге серии о нефтегазовых компаниях. Однако собственность даёт государству дополнительный канал получения ренты — через дивиденды. Если государство владеет контрольным пакетом добывающей компании, оно получает не только налоги, но и большую часть распределяемой прибыли, а также возможность влиять на то, как эта рента используется: на инвестиции, на поддержку внутренних цен или на развитие смежных отраслей.

Для миноритария сырьевой госкомпании это означает интересную двойственность. С одной стороны, он делит с государством ренту и может получать высокие дивиденды в годы высоких цен на сырьё. С другой стороны, государство, как получатель ренты, может в любой момент решить, что изымать её выгоднее через налог, а не через дивиденд, ведь налог целиком идёт в бюджет. Этот механизм настолько важен, что мы посвятим ему всю двенадцатую главу.

Простой условный пример показывает, как государство делит ренту между каналами. Допустим, сырьевая компания

с государственной долей в шестьдесят процентов заработала в удачный год сверх обычного сто миллиардов рублей прибыли до налогов. Если оставить всё как есть, после налога на прибыль в двадцать пять процентов у неё останется семьдесят пять миллиардов, и при выплате половины в дивиденды бюджет получит двадцать два с половиной миллиарда дивидендами и двадцать пять миллиардов налогом, всего сорок семь с половиной. Частные акционеры получат пятнадцать миллиардов, а остальное останется в компании.

Обратите внимание на оставшиеся в компании тридцать семь с половиной миллиардов рублей. Именно здесь собственность даёт государству то, чего не даёт налог: право решать, куда пойдут эти деньги. Их можно вложить в новые месторождения, в переработку сырья внутри страны, в поддержку внутреннего рынка через сдерживание цен или в проекты, связанные с развитием регионов добычи. Для миноритария это означает, что удержанная часть ренты будет потрачена в соответствии с приоритетами государства, и далеко не всегда эти приоритеты совпадут с максимальной отдачей на вложенный рубль.

Пятая причина, которая стала особенно заметной в последние годы, — технологический суверенитет и импортозамещение. Государство стремится к тому, чтобы ключевые технологии, оборудование и материалы производились внутри страны, и создаёт для этого государственные холдинги или поручает задачу существующим госкомпаниям. Про-

граммы по выпуску отечественных самолётов, судов, электронных компонентов, программного обеспечения, станков и лекарств часто реализуются именно через компании с государственным участием.

Для инвестора такие задачи — палка о двух концах. Компания, получившая государственное задание на импортозамещение, может рассчитывать на субсидии, льготное финансирование и гарантированный спрос. Однако первые годы таких проектов обычно связаны с большими расходами и низкой рентабельностью, потому что приходится догонять конкурентов, создавать производство с нуля и обучать людей. Миноритарий может получить хорошую отдачу через десять лет или не получить её вовсе, если проект окажется неудачным, а решения о его продолжении принимаются не по коммерческой логике.

Шестая причина — роль государственных компаний как опоры экономики в кризис. Когда частный бизнес сокращает инвестиции и увольняет людей, государственные компании могут продолжать строить, закупать и нанимать, сглаживая спад. Государственные банки могут продолжать кредитовать, когда частные банки замирают от страха. В этом смысле госкомпании выступают инструментом антикризисной политики, который действует быстрее, чем бюджет, потому что не требует принятия законов и утверждения расходов.

Для миноритария это означает, что в кризис его госком-

пания может вести себя совсем не так, как вела бы себя частная. Частная компания в кризис сократила бы расходы, отложила стройки и сохранила деньги для акционеров. Государственная может, наоборот, увеличить инвестиции или поддержать поставщиков, потому что этого требует антикризисная задача. В краткосрочной перспективе это снижает прибыль и дивиденды, но иногда позволяет компании выйти из кризиса сильнее, если вложения сделаны в подходящий момент, когда оборудование и работы стоят дешевле.

Допустим, в кризисный год частный конкурент «Беломорской энергокорпорации» сокращает инвестиции вдвое и экономит пять миллиардов рублей, которые направляет на погашение долга и сохранение дивидендов. Государственная корпорация, напротив, получает указание сохранить инвестиционную программу, чтобы поддержать подрядчиков и занятость в регионе, и тратит на стройки на те же пять миллиардов больше, чем могла бы. В краткосрочной перспективе её дивиденды падают, а котировки отстают от частного конкурента. Если же через три года выясняется, что построенные в кризис объекты обошлись на пятнадцать процентов дешевле обычного и начали приносить выручку раньше, ситуация может развернуться.

Проблема в том, что миноритарий заранее не знает, какой из двух сценариев реализуется. Антикризисные инвестиции госкомпаний бывают как удачными, так и откровенно расточительными, потому что принимаются в спешке и под давле-

нием задачи поддержать экономику, а не заработать. Поэтому разумно исходить из того, что в кризис госкомпания будет вести себя менее экономно, чем частная, и закладывать в свои ожидания временное снижение дивидендов. Если же компания покажет дисциплину и в кризис, это будет приятным сюрпризом.

Все эти причины приводят к одному важному следствию: у государственной компании почти никогда нет единственной цели. Учебник по корпоративным финансам говорит, что цель компании — максимизация стоимости для акционеров, и частные компании хотя бы на словах придерживаются этого принципа. У государственной компании целей сразу несколько: обеспечить надёжное энергоснабжение, сдержать тарифы, построить инфраструктуру, сохранить рабочие места, заплатить дивиденды в бюджет, выполнить задачи по импортозамещению. Эти цели нередко противоречат друг другу, и компания вынуждена искать компромисс между ними.

Многоцелевая компания похожа на повара, которому одновременно поручили накормить гостей вкусно, сытно, недорого, быстро и полезно. Каждое из этих требований разумно, но выполнить их все сразу невозможно, и повар будет делать выбор в зависимости от того, кто из заказчиков громче всего настаивает. Сегодня это может быть хозяин, который считает деньги, завтра — гость, который жалуется на маленькие порции. Миноритарий в таком ресторане — это

человек, купивший долю в прибыли, и он получит её только в те дни, когда побеждает требование «недорого».

Многоцелевой характер государственной компании прямо влияет на её оценку рынком. Инвестор, который покупает акции частной компании, может более или менее уверенно предполагать, что менеджмент будет стремиться увеличить прибыль и стоимость. Инвестор, который покупает акции госкомпании, должен оценить вероятность того, что в каждом важном решении победит именно его интерес, а не интерес потребителей, регионов или бюджета. Неопределённость приоритетов — одна из главных причин, по которым госкомпании торгуются со скидкой к частным аналогам, и мы подробно разберём этот дисконт в девятнадцатой главе.

Ещё сложнее становится картина, если вспомнить, что само государство не говорит одним голосом. Внутри правительства разные ведомства отвечают за разные задачи и, соответственно, хотят от одной и той же компании разного. Финансовое ведомство отвечает за бюджет и хочет, чтобы госкомпании платили как можно больше дивидендов. Отраслевое министерство отвечает за развитие отрасли и хочет, чтобы компании больше инвестировали в модернизацию и новые проекты. Ведомство, отвечающее за цены и конкуренцию, хочет, чтобы тарифы и цены для потребителей росли как можно медленнее.

Вернёмся к совещанию в «Беломорской энергокорпорации». Отраслевое министерство поддерживает строитель-

ство линии, потому что оно отвечает за надёжность энергоснабжения и развитие сетей. Областное правительство его тоже поддерживает, потому что сэкономит на субсидиях для дизельной генерации. Финансовое ведомство будет недовольно, потому что девять миллиардов рублей, потраченных на стройку, не превратятся в дивиденды, а бюджету в этом году нужны деньги. Решение будет зависеть от того, чей голос окажется весомее, и миноритарии в этом споре почти не слышны.

Иногда такие споры заканчиваются компромиссом, который частично устраивает всех. Например, компания может построить линию, но растянуть стройку на несколько лет, чтобы не снижать дивиденды резко. Возможен и вариант, при котором регион возьмёт на себя часть затрат через субсидию, а федеральный регулятор включит остальное в тариф на передачу электроэнергии. Бывает и так, что финансовое ведомство соглашается на временное снижение дивидендов в обмен на обещание вернуться к прежнему уровню после завершения стройки, и тогда компромисс растягивается во времени. Для инвестора полезно следить за тем, какие компромиссы предлагаются, потому что именно они определяют конечный результат.

Бывают и ситуации, когда интересы разных ведомств совпадают с интересами миноритариев. Если бюджету нужны деньги, финансовое ведомство будет добиваться высоких дивидендов, и частные акционеры получат свою долю вместе с

государством. Если государство готовит продажу пакета, оно заинтересовано в росте капитализации и будет поддерживать решения, повышающие стоимость компании. Если отраслевое министерство хочет развития, а компания может инвестировать в действительно выгодные проекты, выиграют все. Поиск таких точек совпадения интересов — важный навык инвестора в госкомпании, и мы вернёмся к нему в девятой главе.

Типичная ошибка начинающего инвестора — оценивать госкомпанию так же, как частную, только по финансовым показателям. Человек смотрит на низкий мультипликатор цены к прибыли, высокую дивидендную доходность и делает вывод, что компания очень дешёвая. Он не задаётся вопросом, почему рынок так низко её оценивает, и не учитывает, что цели государства могут потребовать от компании решений, которые снизят прибыль и дивиденды. Цифры отчётности показывают прошлое, а цели собственника определяют будущее.

Противоположная ошибка — считать, что раз у государства есть некоммерческие цели, то коммерческие показатели вообще не важны, и она не менее опасна, чем первая. Государству нужны дивиденды для бюджета, и оно заинтересовано в том, чтобы компания была прибыльной, ведь убыточная компания не сможет выполнять ни социальные, ни инвестиционные задачи. Хорошо управляемая госкомпания находит баланс, при котором она и решает задачи государства,

и остаётся привлекательной для инвесторов.

Как же практически понять, какие цели стоят перед конкретной компанией и какая из них будет главной? Первый шаг — прочитать официальные документы о стратегии компании, её программу развития и годовой отчёт. Обычно в них прямо написано, какие задачи ставит перед компанией государство и какие показатели эффективности утверждены для менеджмента, подробнее о таких показателях пойдёт речь в десятой главе. Если среди показателей есть рост капитализации и дивидендов, это хороший знак для миноритариев.

Второй шаг — понять, к какой отрасли относится компания и какая из причин государственного участия для неё главная. Для естественной монополии главными будут тарифы и инвестиционная программа.

Для стратегической оборонной компании — государственный заказ и задачи безопасности. Для сырьевой компании — рента, налоги и дивиденды. Для компании, выполняющей задачи импортозамещения, — объём государственной поддержки и сроки выхода на окупаемость. Каждая из этих категорий требует своего набора вопросов при анализе.

Третий шаг — посмотреть на историю решений, которые государство принимало в отношении этой компании. Как часто оно соблюдало дивидендные директивы и как часто делало исключения? Какие социальные задачи поручало компании и как она их финансировала? Были ли в прошлом

допэмиссии, разовые налоги или неожиданные изменения стратегии? История не гарантирует будущего, но поведение государства в отношении конкретной компании обычно отличается инерцией.

Четвёртый шаг — следить за тем, что говорят разные ведомства о компании и её отрасли. Если финансовое ведомство в проекте бюджета закладывает высокие дивиденды от госкомпаний, это сигнал, что оно будет добиваться выплат. Если отраслевое министерство объявляет о большой программе развития отрасли, это сигнал, что от компаний потребуют инвестиций. Если обсуждается сдерживание цен или тарифов для населения, это сигнал для компаний, продающих товары или услуги массовому потребителю.

Пятый шаг — оценить, насколько цели государства в отношении компании стабильны. Бывают компании, задачи которых не менялись десятилетиями: сетевая компания должна обеспечивать надёжную передачу электроэнергии, и это её главная миссия при любых обстоятельствах. Бывают компании, на которые задачи сыплются одна за другой в зависимости от текущей повестки: сегодня от них ждут импортозамещения, завтра поддержки регионов, послезавтра экономии бюджета. Чем стабильнее цели, тем легче предсказать решения собственника и тем меньше неопределённость для инвестора.

Полезно также различать цели, которые государство декларирует, и цели, которые оно реально преследует. В офи-

циальных документах почти всегда говорится о повышении эффективности, росте капитализации и улучшении корпоративного управления. На практике поведение государства в отношении компании может определяться совсем другими задачами, например необходимостью закрыть дыру в бюджете или поддержать конкретный регион. Сопоставление слов и дел за несколько лет — лучший способ понять, какие цели для государства действительно приоритетны.

Ещё одна типичная ошибка связана с тем, что инвестор переносит цели одной госкомпании на все остальные. Если сетевая компания годами вкладывает прибыль в социальные проекты, это не значит, что сырьевая госкомпания будет поступать так же, ведь от неё государство в первую очередь ждёт денег в бюджет. Если сырьевая компания исправно платит большие дивиденды, это не значит, что такая же политика будет у государственного авиастроительного холдинга, от которого ждут новых самолётов, а не прибыли. Каждая госкомпания живёт со своим набором целей, и анализ нужно начинать заново для каждой бумаги.

Дарья, выслушав рассказ отца о совещании, делает для себя важный вывод. Она понимает, что не может оценивать «Беломорскую энергокорпорацию» только по её отчётности, потому что в отчётности не видно, какие решения о стройках, тарифах и дивидендах будут приняты в ближайшие годы. Ей нужно понимать, ради чего государство держит эту компанию, какие задачи ей ставит и насколько эти задачи

совместимы с интересами акционеров. Только после этого цифры отчётности обретут смысл.

Анатолий Петрович, в свою очередь, впервые задумывается о том, что его компания служит не только энергетике, но и множеству других целей. Он всегда гордился тем, что корпорация обеспечивает светом весь северный регион, но никогда не связывал это с размером своих дивидендов. Теперь он видит, что каждая новая линия к далёкому посёлку, каждое сдерживание тарифа, каждое поручение области — это решение, которое частично оплачивает и он как акционер. Это не делает его менее гордым за свою компанию, но заставляет иначе смотреть на её акции. Вечером он говорит Галине Ивановне, что впервые за тридцать четыре года посмотрел на родное предприятие глазами не инженера, а совладельца, и этот взгляд оказался непривычным.

Через несколько недель приходит известие, что решение о строительстве линии принято, но с поправкой. Областной бюджет компенсирует корпорации треть затрат в течение пяти лет, а остальное федеральный регулятор частично учтёт в тарифе на передачу электроэнергии. Финансовый директор подсчитывает, что чистые потери для компании составят уже не девять, а около четырёх миллиардов рублей, что примерно соответствует двум рублям на акцию. Это всё ещё неприятно для акционеров, но гораздо лучше, чем первоначальный вариант, и пример хорошо показывает, как компромисс между ведомствами меняет итоговую цену социальной зада-

чи.

Государство держит собственные компании по многим причинам: для управления естественными монополиями, ради безопасности в стратегических отраслях, для решения социальных задач, ради изъятия природной ренты, для технологического развития и как опору в кризис. У государственной компании почти никогда нет единственной цели, и её решения становятся результатом компромисса между ведомствами с разными интересами. Миноритарию важно сначала понять цели собственника и только потом читать отчётность, ведь именно цели определяют, кому достанутся будущие деньги компании. В пятой главе мы посмотрим, что хорошего даёт компании государственное участие, и вместе с Анатолием Петровичем вспомним кризисы, которые его корпорация пережила благодаря своему хозяину.

Глава 5. Сильные стороны государственного плеча

Воскресный вечер, Анатолий Петрович сидит на балконе с кружкой чая и смотрит, как над рекой медленно опускаются белые ночи. Дарья звонит по видеосвязи, и разговор сам собой возвращается к совещанию о линии к посёлку. Дочь снова говорит о том, что государство использует компанию как кошелёк для своих задач, и на этот раз отец не спешит соглашаться или спорить. Он предлагает ей другое: вспомнить вместе, сколько раз за тридцать лет компания оказывалась на краю и что её спасало.

Первым он вспоминает 1998 год, когда потребители перестали платить деньгами и корпорация получала оплату углём и консервами. Тогда зарплату задерживали по полгода, но предприятие не закрылось, потому что из области и из Москвы раз за разом приходили решения о реструктуризации долгов перед бюджетом и поставщиками топлива. Вторым он вспоминает зиму 2009 года, когда у компании подошёл срок погашения крупного кредита, а банки вокруг перестали выдавать новые. Государственный банк тогда без лишних вопросов продлил кредит на три года, и корпорация спокойно пережила кризис, хотя два частных соседа по региону сменили владельцев за долги.

Третьим он вспоминает 2015 год, когда рубль резко обесценился, а импортное оборудование для новой подстанции подорожало почти вдвое. Корпорация тогда получила из федерального бюджета субсидию на компенсацию части процентов по кредитам, взятым на строительство, и проект удалось закончить. Четвёртым — весну 2020 года, когда из-за ограничений, связанных с пандемией, многие потребители задерживали оплату, а государство разрешило отсрочить ряд платежей и выделило поддержку регионам. Каждый раз, говорит Анатолий Петрович, за спиной компании стоял кто-то большой и сильный, кто не давал ей упасть.

Дарья слушает внимательно и признаёт, что этот список впечатляет. Она знает несколько частных компаний, которые не пережили бы и половины этих испытаний. Однако она задаёт вопрос, который будет сопровождать нас всю главу: кому именно помогала эта поддержка — предприятию, его работникам, его кредиторам или его акционерам? Анатолий Петрович задумывается и честно признаёт, что про акционеров в эти моменты никто особенно не думал. Главным было сохранить свет в домах и зарплату людям, а котировки акций в цехах тогда вообще никто не обсуждал, да и мало кто их знал.

Эта глава посвящена плюсам государственного участия, и они вполне реальны. Государство даёт своим компаниям защиту, ресурсы и стабильность, которых нет у большинства частных конкурентов. Однако каждый плюс нужно рас-

сматривать через вопрос Дарьи: к кому он попадает в итоге. Некоторые преимущества работают на всех заинтересованных лиц сразу, некоторые больше помогают кредиторам и работникам, а некоторые прямо или косвенно увеличивают стоимость акций. Понимание этой разницы и отличает разумного инвестора от наивного.

Отношения государственной компании с её хозяином хорошо описывает образ взрослого сына состоятельных и влиятельных родителей. Такой сын никогда не останется на улице: если он потеряет работу, родители помогут, если попадёт в долги, родители их погасят, если заболеет, найдут лучшего врача. Банки охотно дают ему кредиты, потому что знают, кто стоит за его спиной, а его друзья знают, что с ним можно иметь дело. В трудную минуту у него всегда есть надёжный тыл, о котором мечтает большинство его сверстников.

У этого положения есть и обратная сторона, о которой мы поговорим в шестой главе. Родители считают себя вправе решать, где сыну работать, на ком жениться и куда тратить заработанные деньги. Иногда они просят его отдать часть зарплаты на нужды семьи или помочь родственникам, и отказаться он не может. Если бы кто-то вложил деньги в бизнес такого сына, он бы получил партнёра с надёжным тылом, но с очень ограниченной самостоятельностью. Сейчас же мы сосредоточимся на тыле, а о самостоятельности поговорим позже.

Первое и самое очевидное преимущество — бизнес, ко-

торый почти никогда не исчезает. Крупные компании с государственным контролем крайне редко банкротятся, и за последние три десятилетия в России трудно найти пример, когда крупная федеральная госкомпания была ликвидирована через процедуру банкротства с потерей всего капитала. Причина проста: эти компании выполняют функции, без которых государство обойтись не может, и их крах создал бы проблемы, несоизмеримые со стоимостью спасения. Энергосистема северного региона не может остановиться, железная дорога не может перестать возить грузы, крупнейший банк не может закрыть двери перед вкладчиками.

Для акционера это означает, что риск полной потери вложений в крупную госкомпанию существенно ниже, чем в частную компанию сопоставимого размера. Частная компания с большими долгами в плохой год может обанкротиться, и тогда акционеры, стоящие в очереди последними, теряют всё. Государственная компания в таком же положении скорее получит поддержку, реструктуризацию или докапитализацию. Это действительно ценное свойство, особенно для консервативного инвестора, который больше всего боится потерять капитал целиком.

Попробуем оценить это свойство в цифрах, пусть и условных. Допустим, вероятность того, что частная энергокомпания с заметным долгом окажется в течение года на грани банкротства и её акции обесценятся почти полностью, составляет три процента. Для государственной компании с та-

ким же бизнесом и долгом вероятность подобного исхода, скажем, в десять раз ниже, то есть три десятых процента. За десять лет у частной компании накопленная вероятность катастрофы превысит четверть, а у государственной не дойдёт и до трёх процентов. Разница огромная, и рациональный инвестор должен быть готов платить за неё некоторую премию, если, конечно, другие особенности госкомпании её не перевешивают.

Однако здесь важно не перепутать два понятия. Отсутствие банкротства не означает отсутствия потерь, и мы уже видели в третьей главе, как Анатолий Петрович потерял восемьдесят процентов на покупке 2008 года без всякого банкротства. Кроме того, спасение компании государством иногда проходит в форме, болезненной для прежних акционеров, например через допэмиссию по низкой цене, о чём подробно рассказано в четырнадцатой главе. Поэтому правильно говорить так: госкомпания реже исчезает, но это не гарантирует, что ваша доля в ней сохранит стоимость.

Второе преимущество — доступ к государственным банкам и бюджетным деньгам. Компании с государственным участием обычно получают кредиты легче и дешевле частных конкурентов. Государственные банки видят в них заёмщиков с минимальным риском, а значит, могут предложить более низкую ставку и более длинные сроки. Кроме того, госкомпании чаще получают доступ к льготным программам кредитования, субсидиям на компенсацию процентов и пря-

мому бюджетному финансированию отдельных проектов.

Посчитаем, сколько это стоит для «Беломорской энергокорпорации». У компании чистый долг в сорок пять миллиардов рублей, и допустим, государственный банк кредитует её по ставке на два процентных пункта ниже, чем мог бы кредитовать частную энергокомпанию с таким же уровнем долга. Тогда ежегодная экономия на процентах составит девятьсот миллионов рублей. После налога на прибыль в двадцать пять процентов это шестьсот семьдесят пять миллионов рублей дополнительной чистой прибыли, или около тридцати четырёх копеек на акцию в год.

На первый взгляд это немного, но давайте сравним с прибылью на акцию в шесть рублей. Получается, что дешёвое финансирование добавляет к прибыли около пяти с половиной процентов, и эта прибавка повторяется из года в год. При выплате половины прибыли в дивиденды держатель акции получает дополнительно около семнадцати копеек в год только благодаря тому, что за компанией стоит государство. Для Анатолия Петровича это около шести тысяч семисот пятидесяти рублей в год до налога, что вполне ощутимо.

Не менее важна и доступность денег в моменты, когда их нет ни у кого. В кризис 2009 года ставка по кредиту значила для «Беломорской энергокорпорации» куда меньше, чем сама возможность его получить. Частные соседи по региону, которым банки отказали в продлении кредитов, были вынуждены продавать активы по бросовым ценам или отдавать

бизнес кредиторам. Корпорация же просто переоформила долг и продолжила работу, сохранив и активы, и акционерный капитал. Эта способность пережить закрытие кредитного рынка без потерь — одно из самых ценных и редко замечаемых преимуществ госкомпании.

Иногда доступ к деньгам выглядит ещё внушительнее. Государство может финансировать крупные инфраструктурные проекты через средства фонда национального благосостояния, через специальные программы проектного финансирования или через прямые взносы в капитал. Частная компания такой возможности не имеет и вынуждена финансировать стройки из своей прибыли или дорогих кредитов. Для госкомпании же крупный проект может оказаться почти бесплатным с точки зрения стоимости денег, хотя, как мы увидим в тринадцатой главе, бесплатные деньги не всегда превращаются в выгоду для акционеров.

Третье преимущество — монопольное или привилегированное положение. Многие госкомпании работают в отраслях, где у них просто нет конкурентов, и это закреплено законом или физическими особенностями бизнеса. Другие получают особые права, недоступные частным игрокам. Например, после изменений закона о недрах 2008 года право разрабатывать месторождения на континентальном шельфе получили только компании с долей государства больше половины и с опытом работы на шельфе не меньше пяти лет. Частные компании могут участвовать в таких проектах лишь

как партнёры, без права самостоятельно получать лицензии.

Похожие преимущества встречаются в разных отраслях. Государственные компании нередко получают приоритетный доступ к лицензиям на добычу полезных ископаемых, к частотам связи, к земельным участкам под инфраструктуру, к портовым мощностям и экспортным маршрутам. Иногда закон прямо закрепляет за ними исключительное право на определённую деятельность, например на экспорт какого-либо товара по трубопроводу. Каждое такое право создаёт для компании защищённую нишу, где её доходы не подвержены конкуренции.

Для акционера монопольное положение имеет понятную ценность. Защищённый бизнес даёт стабильные денежные потоки, которые трудно разрушить конкуренту с новой технологией или более низкими ценами. Во второй книге серии такое преимущество описано как ров вокруг замка, и у госкомпаний этот ров часто выкопан не самой компанией, а законом. Однако у рва, выкопанного законом, есть особенность: тот, кто его выкопал, может его и засыпать, а может и потребовать плату за пользование, например через тарифы или налоги.

Четвёртое преимущество — государственный заказ и долгосрочные контракты. Компании оборонной промышленности, судостроения, авиастроения и строительной отрасли получают значительную часть заказов от государства, и эти заказы рассчитаны на годы вперёд. Энергетические компании

заключают долгосрочные договоры, гарантирующие возврат вложений в новые мощности, детали таких механизмов рассмотрены в отраслевой книге серии об энергетике. Транспортные и инфраструктурные компании получают контракты на строительство и обслуживание объектов, финансируемых из бюджета.

Долгосрочный государственный заказ снижает неопределённость выручки. Если компания знает, что следующие пять лет государство будет покупать у неё определённый объём продукции по согласованной цене, она может планировать производство, инвестиции и найм людей. Частная компания, работающая на открытом рынке, такой определённости лишена и должна каждый год заново бороться за клиентов. Для инвестора стабильная выручка означает более предсказуемую прибыль и, при прочих равных, более надёжные дивиденды.

Здесь тоже есть подвох, о котором стоит знать. Цены по государственным контрактам нередко устанавливаются так, чтобы обеспечить компании лишь умеренную прибыль, и заказчик внимательно следит, чтобы она не была слишком высокой. Кроме того, государство как заказчик может задерживать оплату, менять технические требования или требовать выполнения работ в сжатые сроки, и всё это ложится на затраты компании. В итоге надёжная, но скромная прибыль от госзаказа может оказаться менее привлекательной, чем выглядит на первый взгляд.

У государственных контрактов есть ещё одна полезная особенность, о которой новички обычно не знают. По многим из них заказчик выплачивает авансы, а движение денег контролируется через специальные счета, что снижает для исполнителя потребность в оборотном капитале. Компания получает часть денег ещё до начала работ и может не брать дорогие кредиты на закупку материалов. Допустим, по контракту на десять миллиардов рублей заказчик выплачивает аванс в тридцать процентов, и это позволяет компании не занимать три миллиарда рублей на год, экономя при условной ставке в шестнадцать процентов около четырёхсот восьмидесяти миллионов рублей процентов.

Правда, у авансов есть своя цена. Деньги на специальных счетах можно тратить только на цели контракта и только после согласования, поэтому компания не может свободно распоряжаться ими, например направить на другой проект или на дивиденды. Если работы затягиваются, аванс приходится отрабатывать с убытком, а иногда и возвращать. Для инвестора авансы по госзаказу — скорее фактор устойчивости, чем источник дополнительной прибыли, и полезно понимать, что значительная часть денег на счетах такой компании ей фактически не принадлежит.

Пятое преимущество — масштаб и устойчивость выручки. Государственные компании, как правило, очень крупные, и это само по себе даёт им ряд преимуществ. Они работают во многих регионах, обслуживают миллионы потребите-

лей и имеют разнообразные источники дохода, поэтому проблемы в одном месте компенсируются успехами в другом. У них есть ресурсы на собственные исследования, обучение персонала и привлечение лучших специалистов, а крупные заказы позволяют им добиваться от поставщиков выгодных условий.

У «Беломорской энергокорпорации» масштаб скромнее, чем у крупнейших федеральных госкомпаний, но и здесь он заметен. Компания обслуживает несколько регионов, у неё десятки тысяч километров сетей и сотни подстанций. Если в одном районе случается авария, бригады из других районов приезжают на помощь, а запасы оборудования позволяют быстро заменить вышедшее из строя. Небольшая частная сетевая компания, работающая в одном районе, не может позволить себе таких резервов и в случае серьёзной аварии рискует надолго оставить потребителей без света и понести огромные расходы.

Масштаб даёт и переговорную силу при закупках. Допустим, корпорация ежегодно покупает оборудования, материалов и услуг на двадцать миллиардов рублей, и благодаря крупным объёмам получает от поставщиков скидку в пять процентов по сравнению с небольшими покупателями. Это миллиард рублей экономии в год, или около тридцати семи с половиной копеек на акцию после налога на прибыль. Правда, как мы увидим в шестой главе, особые правила закупок для госкомпаний нередко съедают эту выгоду, так что итого-

вый результат зависит от того, насколько эффективно устроены закупки в конкретной компании.

Наконец, крупная государственная компания обладает ресурсом, который трудно оценить в деньгах, — доступом к информации и экспертизе. Она раньше других узнаёт о готовящихся изменениях в регулировании, участвует в обсуждении отраслевых программ и может повлиять на их содержание. Её специалисты входят в рабочие группы при министерствах, а руководство регулярно встречается с теми, кто принимает решения. Для бизнеса это означает меньше неожиданностей и больше возможностей подготовиться к переменам заранее.

Шестое преимущество — налоговые и регуляторные послабления. Государство иногда предоставляет своим компаниям особые условия: налоговые льготы для крупных проектов, отсрочки по платежам, смягчение регуляторных требований или более длинный срок на их выполнение. Это не обязательно означает несправедливость по отношению к частным конкурентам, ведь многие льготы доступны всем компаниям, реализующим определённые проекты. Однако госкомпании чаще умеют ими пользоваться, потому что лучше знают, как работает государственная машина, и имеют прямой доступ к лицам, принимающим решения.

Примером могут служить льготы, которые получают крупные инвестиционные проекты в отдалённых регионах или в приоритетных отраслях. Компания, которая строит но-

вый завод в рамках государственной программы, может получить пониженную ставку налога на прибыль на несколько лет, освобождение от налога на имущество или ускоренную амортизацию. Регулятор может разрешить ей постепенно выполнять новые экологические требования или учесть в тарифе затраты на их выполнение. Каждая такая мера увеличивает прибыль компании по сравнению с ситуацией без неё.

Регуляторное послабление бывает и менее заметным, но не менее важным. Государство может отложить введение новых требований, если они слишком тяжелы для ключевой компании отрасли, или смягчить наказание за их нарушение. Может закрыть глаза на временное превышение долговой нагрузки или ухудшение показателей, которые у частной компании вызвали бы вопросы со стороны кредиторов. Такая гибкость даёт госкомпании время на то, чтобы решить проблемы, не прибегая к экстренным мерам вроде распродажи активов.

Седьмое преимущество связано с тем, что у госкомпании есть якорный акционер. В частных компаниях контролирующий акционер может в любой момент продать свой пакет, и новый владелец придёт со своей стратегией, своими людьми и своими планами. Иногда это хорошо, но часто приводит к тому, что миноритарии оказываются заложниками сделок, в которых их интересы никто не учитывает. В госкомпании контролирующий акционер, как правило, никуда не денется,

и стратегия компании меняется постепенно, а не рывками при смене собственника.

Отсутствие угрозы враждебного поглощения тоже имеет значение. Никто не сможет тайно скупить контрольный пакет госкомпании, сменить совет директоров и вывести активы, что иногда случается с частными компаниями. Государство не продаёт свои акции в панику во время кризиса, как это могут сделать частные владельцы, которым срочно понадобились деньги или которые попали под давление кредиторов. Наконец, у государства длинный горизонт планирования, и оно может позволить себе проекты, которые окупятся через двадцать или тридцать лет.

Для миноритария стабильность якорного акционера означает меньший риск неприятных сюрпризов, связанных с собственностью. Ему не нужно опасаться, что контролирующий владелец заложит пакет под личные долги, обменяет его на актив сомнительного качества или продаст компанию тому, кто начнёт выводить из неё деньги. Подобные истории нередко происходят в частном секторе и становятся для миноритариев настоящей катастрофой. Государство как собственник может принимать неудобные решения, но эти решения обычно публичны и предсказуемы по процедуре.

Длинный горизонт государства особенно важен для отраслей, где вложения окупаются десятилетиями. Гидроэлектростанция, магистральный трубопровод или атомный энергоблок служат по пятьдесят лет и больше, а строятся по десять

лет, и частный владелец с горизонтом в пять-семь лет редко решается на такие проекты без серьёзных гарантий. Государство же может позволить себе думать о том, что будет через поколение. Для миноритария, который тоже готов держать акции долго, это совпадение горизонтов может оказаться выгодным, если проекты удачны и рано или поздно начинают приносить деньги.

Восьмое преимущество — защищённость от конкуренции, причём не только внутренней, но и внешней. Государство может ограничивать доступ иностранных компаний на внутренний рынок, устанавливать требования к локализации производства, отдавать предпочтение отечественным поставщикам в государственных закупках. Всё это создаёт для госкомпаний благоприятную среду, в которой они могут работать без давления мировых лидеров отрасли. Особенно заметно это в машиностроении, авиастроении, судостроении и связи.

В последние годы защищённость от внешней конкуренции стала ещё сильнее, хотя и по причинам, которые от государства не зависели. Уход многих иностранных компаний с российского рынка освободил ниши, которые заняли в том числе государственные компании. Банки с государственным участием получили клиентов, ушедших от иностранных конкурентов, промышленные холдинги — заказы на замену импортной продукции, транспортные компании — новые маршруты. Для акционеров это означало рост выручки и в

ряде случаев рост прибыли, хотя одновременно выросли и задачи, которые государство поставило перед этими компаниями.

Посмотрим на условный пример того, как защищённость превращается в цифры. Допустим, государственный производитель промышленного оборудования раньше занимал треть внутреннего рынка объёмом в шестьдесят миллиардов рублей, а остальное делили иностранные поставщики. После их ухода и введения требований к закупке отечественной продукции его доля выросла до двух третей, и выручка увеличилась с двадцати до сорока миллиардов рублей. Даже при неизменной рентабельности прибыль компании удвоилась, а вместе с ней выросли и дивиденды, если компания их платит.

Однако защищённость от конкуренции имеет и долгосрочную цену. Компания, которой не приходится бороться за клиентов, со временем теряет стимул к повышению эффективности, снижению издержек и улучшению качества. Сегодня она получает защищённую прибыль, а завтра может оказаться технологически отсталой и неспособной конкурировать, если барьеры будут сняты. Миноритарию стоит помнить, что защита от конкуренции — это временное преимущество, которое может исчезнуть при изменении политики.

Теперь вернёмся к главному вопросу Дарьи: кому достаются все эти преимущества? Если посмотреть на них внимательно, станет видно, что большинство из них в первую оче-

редь защищают от худшего сценария, а не улучшают лучший. Низкий риск банкротства, доступ к спасительным кредитам, поддержка в кризис, стабильный якорный акционер — всё это снижает вероятность катастрофы. Для тех, кто больше всего боится катастрофы, эти преимущества бесценны, и такими участниками в первую очередь являются кредиторы компании.

Держатель облигаций госкомпании получает от государственной поддержки почти всю выгоду. Его доход фиксирован купоном, и единственное, что может ему помешать, — это неспособность компании расплатиться. Государственная поддержка снижает вероятность такой неспособности почти до нуля, и облигации госкомпаний считаются одними из самых надёжных корпоративных бумаг. Если компания столкнётся с трудностями, государство скорее всего позаботится о том, чтобы кредиторы получили свои деньги, ведь дефолт госкомпании ударил бы по репутации всего государства как заёмщика.

Держатель акций получает от той же поддержки гораздо меньше. Его доход не фиксирован и зависит от прибыли и решений о дивидендах, а государственная поддержка в трудную минуту может прийти в форме, которая размоет его долю. При этом в хорошие времена государство может забрать часть прибыли через налоги, социальные задачи или инвестиционные программы, ограничивая рост стоимости акций. Получается асимметрия: защита от худшего сценария у ак-

ционера неполная, а участие в лучшем сценарии ограничено.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.